

Utjecaj financijske poluge na uspješnost poslovanja

Mezulić, Mate

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Istrian University of applied sciences / Istarsko veleučilište - Università Istriana di scienze applicate**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:212:601635>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-30**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of Istrian University of applied sciences](#)



image not found or type unknown

ISTARSKO VELEUČILIŠTE
UNIVERSITÀ ISTRIANA DI SCIENZE APPLICATE

Mate Mezulić

**UTJECAJ FINANCIJSKE POLUGE NA
USPJEŠNOST POSLOVANJA PODUZEĆA**

SPECIJALISTIČKI ZAVRŠNI RAD

Pula, lipanj 2020.

ISTARSKO VELEUČILIŠTE
UNIVERSITÀ ISTRIANA DI SCIENZE APPLICATE

Mate Mezulić

**UTJECAJ FINANCIJSKE POLUGE NA
USPJEŠNOST POSLOVANJA PODUZEĆA**

SPECIJALISTIČKI ZAVRŠNI RAD

JMBAG: 0233008719, izvanredni student Mate Mezulić

Studijski smjer: Kreativni menadžment u procesima

Predmet: Financijski menadžment

Mentor: dr.sc. Daglas Koraca, v.pred.

Pula, lipanj 2020.

Sadržaj:

Sažetak.....	3
1. UVOD	5
1.1. Problem i svrha istraživanja	5
1.2. Cilj rada.....	6
1.3. Metode istraživanja.....	6
1.4. Metodologija istraživanja	6
1.5. Uzorak istraživanja	6
1.6. Hipoteze.....	6
1.7. Sadržaj i struktura rada.....	7
2. FINACIJSKA POLUGA	8
2.1. Financiranje poslovanja iz tuđih izvora	9
2.2. Kratkoročno financiranje	9
2.2.1. Kratkoročni krediti.....	9
2.2.2. Trgovački krediti	10
2.2.3. Bankarski krediti	11
2.2.4. Vremenska razgraničenja	11
2.2.5. Komercijalni zapisi	12
2.2.6. Faktoring.....	12
2.3. Dugoročno financiranje	12
2.3.1. Dugoročni krediti.....	13
2.3.2. Obveznice	13
2.3.3. Leasing	13
3. TEORIJSKI ASPEKT STRUKTURE KAPITALA I PROFITABILNOSTI.....	14
3.1. Teorijski aspekt strukture kapitala	14
3.1.1. Teorija redoslijeda pakiranja	15
3.1.2. Trade - off teorija.....	18
4. UPRAVLJANJE KRATKOROČNIM FINANCIRANJEM PODUZEĆA	21
4.1. Temeljni financijski izvještaji kao podloga za provođenje analize	23
4.1.1. Bilanca	24
4.1.3. Ostali financijski izvještaji.....	26
4.2. Pokazatelji uspješnosti i zaduženosti poslovanja	28
4.2.1. Pokazatelji zaduženosti	29
4.2.2. Pokazatelji profitabilnosti.....	31

5. MJERE KORIŠTENJA FINANCIJSKE POLUGE	33
6. ISPITIVANJE UTJECAJA FINANCIJSKE POLUGE NA POSLOVANJE PODUZEĆA	37
7. ARENA HOSPITALITY GROUP D.D.....	40
8. ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA	43
9. ZAKLJUČAK	49
10. LITERATURA.....	51

Sažetak

Tvrtke se koriste polugom kada pokušavaju postići veći povrat svoje imovine i trebale bi razumjeti pojmove operativne i financijske poluge. Međutim, poluga nije jamstvo za uspjeh jer su mogući i prekomjerni gubici kod korištenja prevelikom polugom u poslovanju.

Poluga se koristi kao izvor financiranja kada se ulaže da bi se povećala imovina tvrtke i generiralo prinose na rizični kapital; to je investicijska strategija. Poluga se također može odnositi na iznos duga koji poduzeće koristi za financiranje imovine. Kad se za tvrtku kaže da je pod velikim utjecajem, tvrtka ima više duga nego kapitala. Financijska poluga nastaje kada poduzeće odluči financirati većinu svoje imovine preuzimanjem duga. Tvrtke to čine kada nisu u mogućnosti prikupiti dovoljno kapitala izdavanjem dionica na tržištu kako bi zadovoljile svoje poslovne potrebe. Kada poduzeću treba kapital, tražit će zajmove, kreditne linije i druge mogućnosti financiranja.

Kada se poduzeće zaduži, taj dug postaje obveza u njegovim knjigama i društvo plaća kamate na taj dug. Tvrtci će biti opravdano zaduživanje samo ako vjeruje da će povrat na glavnice (ROE) biti veći od kamate na zajam.

U radu su analizirani mogući pristupi analizi oportuniti uporabe financijske poluge i kao najbolji pristup prikazan je onaj koji isključuje utjecaj dobavljača. Nakon toga primijenjena je analiza za konkretne podatke poduzeće Arena Hospitality Društvo d.d. u razdoblju 2015.-2019.godine. Analizom je dokazano kako je u iskazanom periodu bez obzira na rezultate izračuna i visoke kamate na posuđeni novac Društvo opravdano koristilo financijsku polugu što je u radu i argumentirano podacima iz financijskog izvješća društva.

KLJUČNE RIJEČI: arena hospitality, efekt financijske poluge, profitabilnost vlastitog kapitala, profitabilnost imovine, trošak duga, zaduživanje.

Summary

Companies use leverage when trying to achieve a higher return on their assets and should understand the concepts of operating and financial leverage. However, leverage is not a guarantee of success because excessive losses are possible when using too much leverage in business.

Leverage is used as a source of financing when investing to increase a company's assets and generate returns on venture capital; it is an investment strategy. Leverage may also relate to the amount of debt that an enterprise uses to finance assets. When a company is said to be heavily influenced, the company has more debt than capital. Financial leverage arises when a company decides to finance most of its assets by taking on debt. Companies do this when they are unable to raise enough capital by issuing shares in the market to meet their business needs. When a company needs capital, it will look for loans, credit lines and other financing options.

When a company borrows, that debt becomes a liability in its books and the company pays interest on that debt. The company will be justified in borrowing only if it believes that the return on capital (ROE) will be higher than the interest on the loan.

The paper analyzes possible approaches to the analysis of the opportunity to use leverage and the best approach is the one that excludes the influence of suppliers. After that, the analysis for specific data was applied to the company Arena Hospitality Društvo d.d. in the period 2015.-2019. The analysis proved that in the stated period, regardless of the results of calculations and high interest on borrowed money, the Company justifiably used the financial leverage, which is in the paper and argued by the data from the financial report of the company.

KEY WORDS: arena hospitality, effect of financial leverage, return on equity, return on asset, cost of debt

1. UVOD

Analiza pokazatelja profitabilnosti poduzeća od najveće je važnosti za sve dionike poduzeća, posebno za njegove potencijalne ulagače.

Dug ili tuđi izvor financiranja je jedan od alata koji mnoga poduzeća koriste kako bi iskoristili svoj kapital da bi povećali poslovnu dobit. Jedan od najboljih načina na koji poduzeće povećava svoju dobit je korištenjem financijske poluge. Financijska poluga koristi dužničke instrumente kako bi se povećao očekivani prinos na vlasnički kapital poduzeća. Stupanj financijske poluge određenog poduzeća određuje se dobivanjem ukupne vrijednosti duga i glavnice te omjera duga.

Korištenje visoke razine duga u strukturi kapitala dovodi do povećanja ili smanjenja povrata vlasničkog kapitala (ROE). ROE se odnosi na novčani dobitak dioničara u zamjenu za kapital uloženi u poduzeće. Zduživanje ili dug je uvijek poželjan ako poduzeće ostvari relativno visoku dobit jer to doprinosi većim prinosima za poduzeće i dioničare.

Odnos između veličine poduzeća i profitabilnosti može biti pozitivan ili negativan ovisno o veličini poduzeća što podrazumjeva njegovu ukupnu imovinu, snagu zarađivanja, mogućnosti budućeg razvoja, prinosa na dionice. Štoviše, kada se dosegne gornji prag, dodatna povećanja zaduživanja mogu dodatno razdvojiti vlasništvo od kontrole. Ti argumenti upućuju da odnos između veličine poduzeća i dobiti može postati negativan i iznad praga veličine poduzeća.

ROE je najpouzdaniji pokazatelj profitabilnosti poduzeća jer obuhvća donesene poslovne i investicijske odluke, kao i odluke o financiranju i porezu.

Poduzeće će puno lakše privući vanjski kapital kada prolazi kroz uspješno razdoblje poslovanja i potrebna su mu dodatna financijska sredstva kako bi poslovanje zadržao uspješnim, što ga s druge strane čini izloženijem riziku.

1.1. Problem i svrha istraživanja

Svrha istraživanja u ovom radu je utvrđivanje postojanja povezanosti između financijskih pokazatelja zaduženosti i rentabilnosti poslovanja kao i mogućnosti ocjene efikasnosti strukture kratkoročnih izvora financiranja poduzeća pomoću financijskih pokazatelja rentabilnosti vlastitog kapitala i ukupne imovine.

1.2. Cilj rada

Cilj rada je utvrđivanje postojanja povezanosti između financijskih pokazatelja zaduženosti i rentabilnosti poslovanja u poduzeću Arena Hospitality Društva d.d. U radu su najprije analizirani mogući pristupi analizi oportuniti uporabe financijske poluge i izoliran je kao najbolji pristup onaj koji isključuje zamku spontanog financiranja. Nakon toga primijenjena je analiza na konkretne podatke poduzeće Arena Hospitality Društvo d.d. u razdoblju 2015.-2019.godine.

1.3. Metode istraživanja

Metode koje su korištene za pisanje ovog diplomskog rada su sljedeće: metoda analize, metoda sinteze, metoda razgovora, metoda dedukcije, deskriptivna metoda i grafička metoda.

1.4. Metodologija istraživanja

Istraživanje je provedeno analizom dostupnih financijskih podataka poduzeća te razgovorom sa financijskom direktoricom poduzeća na temu strukture kapitala, načina financiranja poslovanja te financijskim politikama koje poduzeće primjenjuje.

1.5. Uzorak istraživanja

Uzorak istraživanja su dostupni financijski obrasci na Internet stranicama poduzeća i FINA-e (Godišnji financijski izvještaj poduzetnika za 2015. – 2019. godinu), te interni podaci koje sam prikupio u razgovoru sa financijskom direktoricom.

Prikupljeni podaci prikazani su te detaljnije objašnjeni u točki analiza rezultata istraživanja.

1.6. Hipoteze

Primjenom znanstvenog utemeljenog upravljanja kratkoročnim izvorima financiranja i optimalnim odabirom izvora financiranja koji neće ugroziti solventnost i profitabilnost poduzeća, poduzeća mogu osigurati pozitivan efekt financijske poluge za kontinuirano uspješno poslovanje, ubrzati rast i unaprijediti razvoj.

1.7. Sadržaj i struktura rada

Završni rad je strukturiran u 10 poglavlja. Prvo poglavlje je uvod, gdje je opisan problem i svrha istraživanja, cilj rada, metode istraživanja, kao i postavljene hipoteze rada te struktura rada. U drugom poglavlju je opisana financijska poluga, financiranje poduzeća iz tuđih izvora i objašnjeni pojmovi kratkoročno i dugoročno financiranje. Intenzitet uporabe poluge može se iskazivati korištenjem dva osnovna pokazatelja: stupnjem zaduženosti poduzeća i odnosom duga i glavnice (D/E) poduzeća. U trećem poglavlju opisan je teorijski aspekt strukture kapitala i profitabilnosti u kojem se detaljnije objašnjavaju teorija redoslijeda pakiranja i trade-off metoda te se prikazuju empirijski dokazi teorije redoslijeda pakiranja putem istraživanja utjecaja strukture kapitala na profitabilnost. U četvrtom poglavlju opisano je kratkoročno financiranje kao važna pretpostavka za solventnost i profitabilnost poduzeća kao i njegovog uspješnog poslovanja. U poglavlju se detaljnije objašnjavaju pokazatelji zaduženosti i profitabilnosti. Najprije je dan kratak osvrt na temeljne financijske izvještaje koji služe kao osnova za izračun pokazatelja. Zatim je dan kratak pregled pokazatelja i tehnika financijske analize, a detaljnije su objašnjeni pokazatelji zaduženosti i likvidnosti. U petom poglavlju opisane su mjere kod korištenja financijske poluge. Samu uspješnost korištenja financijske poluge moguće je mjeriti na različite načine. U poglavlju su objašnjeni pojmovi intenziteta, učinka, stupnja i efekta financijske poluge. U šestom poglavlju opisano je ispitivanje utjecaja financijske poluge na poslovanje poduzeća. Za ispitivanje utjecaja financijske poluge korišteni su pokazatelji profitabilnosti imovine poduzeća (ROA). Profitabilnost vlastitog kapitala (ROE) stavlja u odnos neto dobit (EAT) i vlastiti kapital (glavnicu), a pokazuje koliko je učinkovito korišten vlastiti kapital poduzeća. Profitabilnost imovine (ROA) stavlja u odnos bruto dobit (EBIT) i ukupnu imovinu, a ukazuje koliko profita poduzeće ostvari po jedinici uložene imovine. U sedmom poglavlju opisano je poslovanje Arena Hospitality Groupe i objašnjena njihova vizija i strategija u poslovanju. U osmom poglavlju su opisani rezultati istraživanja. U istraživanju prikazani su i analizirani rezultati kao i temeljne mjere određivanja uspješnosti korištenja financijske poluge: *činak financijske poluge, zarada po glavnici i stupanj financijske poluge*. Nakon čega je obrađena opravdanost zaduživanja, efekta financijske poluge te na kraju model opravdanosti korištenja financijske poluge kroz tri prikazana slučaja. U devetom poglavlju je izveden zaključak i dokazana polazna hipoteza završnog rada. U desetom poglavlju naveden je popis korištene literature.

2. FINANCIJSKA POLUGA

Poluga je rezultat korištenja posuđenog kapitala kao izvora financiranja pri ulaganju radi proširenja imovine tvrtke i stvaranja povrata rizičnog kapitala. Financijska poluga je investicijska strategija korištenja posuđenog novca - posebno upotrebe različitih financijskih instrumenata ili posuđenog kapitala - za povećanje potencijalnog povrata ulaganja. Poluga se također može odnositi na iznos duga koji poduzeće koristi za financiranje imovine. Tvrtke koriste financijsku polugu za financiranje svoje imovine - umjesto izdavanja dionica za prikupljanje kapitala, tvrtke koriste tuđi kapital za ulaganje u poslovanje, pokušavajući povećati vrijednost dioničara.¹

Analizom bilance, ulagači mogu proučavati dug i kapital u knjigama različitih tvrtki i mogu ulagati u tvrtke koje koriste polugu u svrhu profitabilnosti u svom poslovanju. Statistike poput povrata na kapital (ROE), duga prema kapitalu (D/E) i povrata na angažirani kapital (ROCE) pomažu investitorima da utvrde kako tvrtke raspoređuju kapital i koliki dio tog kapitala su posudile. Za pravilno procjenjivanje ove statistike, važno je imati na umu da poluga ima nekoliko vrsta, uključujući operativnu, financijsku i kombiniranu.²

Temeljna analiza koristi stupanja operativne poluge. Stupanj operativne poluge može se izračunati dijeljenjem postotne promjene zarade po dionici tvrtke (EPS) s njezinom postotnom promjenom u dobiti prije kamata i poreza (EBIT) tijekom određenog razdoblja. Slično tome, moglo bi se izračunati stupanj operativne poluge dijeljenjem EBIT-a tvrtke s EBIT-om umanjenog za troškove kamata. Viši stupanj operativne poluge pokazuje veću razinu volatilnosti u EPS-u tvrtke.³

DuPont analiza koristi "multiplikator kapitala" za mjerenje financijske poluge. Multiplikator glavnice može se izračunati dijeljenjem ukupne imovine poduzeća ukupnom glavnicom. Jednom kad se izračuna, množi se financijska poluga s ukupnim prometom imovine i profitnom maržom da bi se dobio povrat na kapital. Na primjer, ako javno trgovačko društvo ima ukupnu imovinu koja se procjenjuje na 500 milijuna HRK, a dionički kapital procijenjen na 250 milijuna HRK, tada je multiplikator glavnice 2,0 (500 milijuna / 250 milijuna). To pokazuje da je tvrtka financirala polovicu svoje ukupne imovine glavnicom. Stoga veći multiplikatori vlasničkog kapitala sugeriraju veću financijsku polugu.

¹ <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp> (20.09.2020).

² <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp> (20.09.2020).

³ <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp> (20.09.2020).

2.1. Financiranje poslovanja iz tuđih izvora

S obzirom na vremensko trajanje financiranja, razlikujemo kratkoročno i dugoročno financiranje. Pod kratkoročnim financiranjem razumijevaju se kratkoročni krediti uzeti od poslovnih banaka ili poslovnih partnera koji imaju trenutachne viškove financijskih sredstava. Pod dugoročnim financiranjem razumijevaju se dugoročni krediti poslovnih banaka ili poslovnih partnera.⁴

2.2. Kratkoročno financiranje

Kratkoročno financiranje iz tuđih izvora je ono čiji je rok za plaćanje do godinu dana. Iako je financiranje iz tuđih izvora često rizičniji od financiranja iz vlastitih izvora, postoje neke prednosti kratkoročnog financiranja iz tuđih izvora. Tuđi izvori povećavaju rizik gubitka poradi fiksnog opterećenja poslovnog rezultata kamatama i smanjenja solventnosti zbog fiksne obveze vraćanja glavnice i plaćanja kamata. Međutim, kratkoročno je financiranje vrlo važno za svako poduzeće u smislu trenutachnoga prevladavanja povremene nelikvidnosti, koje ima određenu cijenu (kamat).⁵ U kratkoročno financiranje spadaju kratkoročni krediti, trgovački krediti, bankarski krediti, vremenska razgraničenja, komercijalni zapisi te faktoring.

2.2.1. Kratkoročni krediti

Kratkoročni krediti u praksi su najčešći na rok od tri mjeseca ili 90 dana, s mogućnošću prolongiranja još tri puta po 90 dana, tj. do godine dana ako poduzeće uredno i pravodobno plaća kamatu, a banka ne dovodi u sumnju dana jamstva.⁶ Razlikujemo dvije vrste kratkoročnih kredita, neosigurani i osigurani.

- Neosigurani kratkoročni krediti

Neosigurani kratkoročni krediti su krediti koje zajmodavci odobravaju na temelju kreditne sposobnosti, prvenstveno likvidonosne situacije zajmotražioca. To su: krediti na principu tekućeg računa, kreditna linija, revolving kredit, transakcijski zajam.⁷

⁴ Vukičević, Milan Financije poduzeća / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006, str:206

⁵ Vukičević, Milan Financije poduzeća / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006: str:206

⁶ (Vukičević 2006:206)

⁷ (Vidučić, Lj. (2012) Malo gospodarstvo – ograničenja i pretpostavke razvoja, u Vidučić, Lj. (ured) Mala i srednja poduzeća: financijska politika i ekonomsko-financijski okvir podrške, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, str.331)

- Osigurani kratkoročni krediti

Osigurani kratkoročni krediti financijskih institucija odobravaju se na temelju pokrića - kolaterala, često potraživanja ili zaliha. Osigurani krediti su gotovo pravilo u vanjskoj trgovini, kao i u slučaju kreditiranja novih tvrtki. Oni su vezani uz dodatno osiguranje kredita u vidu garancijske vrijednosti kolaterala koja ovisi o unovčivosti realne imovine/vrijednosnog papira i pripadajućoj rizičnosti. Najčešći osigurani kratkoročni krediti su: kredit na temelju zaloga vrijednosnica, kredit na temelju zaloga potraživanja, faktoring potraživanja, te kredit na temelju zaliha.⁸

2.2.2. Trgovački krediti

Trgovački kredit je kredit što ga dobavljači odobravaju kupcima isporučujući im robu uz mogućnost naknadnog plaćanja unutar odobrenog razdoblja.⁹ Trgovački krediti predstavljaju oblik spontanog financiranja koji nastaje iz redovnih poslovnih transakcija poduzeća, odnosno kupoprodaje proizvoda i usluga.¹⁰ Dobavljač isporuči robu koju kupac nije dužan platiti za vrijeme isporuke nego ima određeno vremensko razdoblje do kada ga mora platiti. Najčešće se radi o 8, 15, 30, 45, 60 ili 90 dana nakon isporuke, te se trgovački krediti smatraju vrstom kratkoročnog financiranja. Sa stajališta troškova financiranja mogu se podijeliti na slobodne trgovačke i naplative trgovačke kredite.¹¹

- Slobodni trgovački krediti

Slobodni trgovački krediti ovise o uobičajenim rokovima tekućih plaćanja, obujmu poslovne aktivnosti, godišnjoj veličini obveza prema dobavljačima i troškovima financiranja.¹² Ovi trgovački krediti ne sadrže trošak financiranja te imaju određeni rok (u pravilu osam dana) do kada se roba treba platiti. Sa stajališta troškova financiranja slobodni trgovački krediti su bez ikakvih posebnih troškova. Njima bi se mogao eventualno imputirati oportunitetni trošak ako bi postojala mogućnost ostvarivanja trgovačkog popusta zbog unaprijednih plaćanja, što je posebno izraženo u uvjetima značajnijih likvidnosnih napetosti u cjelokupnom gospodarstvu. Ako neki dobavljači odobravaju diskonte ili rabate za avansna plaćanja nabavki, kupac se suočava s oportunitetnim troškom plaća li uobičajeno vrijeme likvidacije dužničko vjerovničkog odnosa nastalog razmjenom roba i usluga.

⁸ (Vidučić 2012:332)

⁹ (Vidučić 2012:329)

¹⁰ Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impressum Zagreb : Masmedia, 2011 : str.321

¹¹ Vukičević, Milan Financije poduzeća / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006, str:208

¹² (Vukičević 2006:208)

- Naplatni trgovački krediti

Naplatni trgovački krediti, za razliku od slobodnih, sadrže trošak financiranja. Trgovački krediti su, u pravilu, naplatni kada se odnose na produljenje roka plaćanja iznad onog uobičajenog (osam dana), dakle iznad onoga za koji nije potrebno ugovarati odgodu plaćanja. U takvim uvjetima trgovački krediti sadrže trošak financiranja kod plaćanja iznad uobičajenog roka likvidacije obveze plaćanja. Taj se trošak financiranja može iskazati kao diskont, ako je plaćanje unutar uobičajenog ili kamate na odgodu plaćanja.¹³

2.2.3. Bankarski krediti

Kratkoročni bankovni krediti jedan su od najčešćih oblika kratkoročnog financiranja poslovanja. Da bi poduzeće dobilo kratkoročni kredit od banke, mora biti komitent banke. Banka traži otvaranje žiro-računa i ostvarivanje prometa preko žiro-računa, kako bi izvjesno vrijeme pratila priljeve i odljeve, odnosno poslovanje poduzeća. Nakon određenog vremena poduzeće se obraća banci da mu odobri kratkoročni kredit u određenom iznosu, na određeno (do godine dana) vrijeme i za određenu namjenu. Kratkoročni kredit uzima poduzeće samo za određenu namjenu, koja je najčešće premoštavanje trenutne nelikvidnosti, odnosno trenutnog nedostatka sredstava na žiroračunu.¹⁴

2.2.4. Vremenska razgraničenja

Vremenska razgraničenja predstavljaju spontani izvor financiranja, premda nude poduzeću manje neovisnosti no što je ima kod financiranja trgovačkim kreditom. Glavne pozicije vremenskih razgraničenja su plaće i porezi, i obje trebaju biti isplaćene određenog datuma. U međuvremenu, besamatno financiranje je raspoloživo poduzeću i za uhodano poduzeće to je financiranje konstantno. Poduzeće često može povećati iznos razgraničenih plaća neredovito isplaćujući plaće. Zato vremenska razgraničenja predstavljaju spontani izvor financiranja. Porezi se isplaćuju mjesečno, tromjesečno ili godišnje (ovisi o vrsti poreza), a plaće mjesečno. Kako raste proizvodnja i prodaja tako rastu i plaće i porezi, te i razgraničene plaće i porezi. Usluge su pružene za plaću, ali radnici nisu odmah plaćeni i ne očekuju da budu plaćeni prije isteka roka od mjesec dana. Oni zapravo kreditiraju poduzeće najmanje mjesec dana. Ne

¹³ Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impresum Zagreb : Masmedia, 2011 str: 322

¹⁴ Vukičević, Milan Financije poduzeća / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006: str: 212

očekuje se također ni plaćanje poreza prije njihova dospijea. Zato vremenska razgraničenja predstavljaju beskametni izvor financiranja.

2.2.5. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapisi su oblik kratkoročnog financiranja te su to korporativni vrijednosni papiri usmjereni na institucionalne investitore. Karakteristike komercijalnih zapisa jesu: instrumenti financiranja korporacija; kratkog roka dospijea (270 dana); neosigurani instrumenti, jer osiguranje poskupljuje i produljuje emisiju; nizak stupanj likvidnosti; velika nominalna vrijednost; diskontni vrijednosni papiri; privatno emitirani papiri; dematerijalizacija. Komercijalne zapise emitiraju velike korporacije s visokim rejtingom, a kupuju ih investitori osiguravajućih društva, poslovne banke, mirovinski i investicijski fondovi.¹⁵

2.2.6. Faktoring

Faktoring je oblik kratkoročnog financiranja koji se odvija putem specijalizirane financijske institucije koja se naziva faktorom. To je specifična financijska transakcija temeljena na prodaji potraživanja. Drugim riječima, faktoring je prodaja kratkoročne, u pravilu, neosigurane aktive faktoru uz određenu proviziju. Kada govorimo o potraživanjima od kupaca uvijek postoji rizik o tome hoće li ga i kada poduzeće uspjeti naplatiti, te se prodajom potraživanja faktoru ta odgovornost i rizik prenose na faktora. Osim što je faktoring oblik kratkoročnog financiranja, ostala obilježja su mu: naplata, preuzimanje kreditnog rizika te administrativni poslovi.¹⁶

2.3. Dugoročno financiranje

Kada govorimo o dugoročnom financiranju, mislimo na financiranje poduzeća kroz duže vremensko razdoblje, odnosno razdoblje duže od jedne godine. Dugoročno financiranje poduzeća iz tuđih izvora svodi se na financiranje ulaganja u izgradnju ili nabavu dugotrajne materijalne imovine poduzeća. Ovom ulogom efektuiraju tijekom dužeg vremenskog razdoblja, najčešće više godina. Radi se o investicijskim zajmovima koji imaju dugoročno dospijea, pa tako mogu biti srednjoročni na rok povratka od 1-5 godina ili dugoročni na rok

¹⁵ (Vukičević 2006:215)

¹⁶ Ibid.

više od 5 godina. U dugoročno financiranje iz tuđih izvora pripadaju dugoročni krediti, obveznice i leasing koje je detaljnije objašnjeno u nastavku.¹⁷

2.3.1. Dugoročni krediti

Dugoročni krediti najznačajniji su oblik financiranja kada govorimo o dugoročnom financiranju iz tuđih izvora. Ti su zajmovi najčešće oročeni u smislu da je izgrađena i/ili nabavljena imovina konkretnim zajmom oročena zajmodavcu. Tek nakon otplate i plaćanja kamata po kreditu, zajmoprimac je stvarni vlasnik te imovine.¹⁸

Razlikujemo dva načina otplate dugoročnog kredita, a to je otplata u jednakim anuitetima ili u nejednakim anuitetima. Anuitet je periodički iznos koji plaća korisnik zajma, a sastoji se od dva dijela: otplatne kvote (dio kojim se otplaćuje nominalni iznos zajma) i kamata. Dok su jednaki anuiteti konstantni u cjelokupnom razdoblju otplate kredita, nejednaki anuiteti imaju tendenciju pada u razdoblju otplate kredita, jer se kamata uvijek obračunava na ostatak duga. Za poduzetnika je nešto povoljnije otplaćivati dugoročni kredit nejednakim anuitetima, a za kreditora (banku) nejednakim otplatnim kvotama, odnosno jednakim anuitetima.¹⁹

2.3.2. Obveznice

Obveznice su vrsta dugoročnih vrijednosnih papira koji nose dospjeće dulje od deset godina. Obveznice su dužnički vrijednosni papiri koje emitiraju države, poduzeća ili financijske institucije radi prikupljanja financijskih sredstava za tekuće plaćanje obveza ili razvojnih potreba.²⁰ One su kreditni vrijednosni papiri jer se njihovom emisijom uspostavlja kreditni financijski odnos između njihovog emitenta (izdavaoca), kao dužnika (debitora), i kupca obveznica, kao vjerovnika (kreditora).²¹

2.3.3. Leasing

Leasing je vrsta dugoročnog financiranja gdje se, umjesto kupnje, određena nekretnina ili pokretnina iznajmljuje na neko određeno vrijeme. Uzimatelj leasinga, koji ima neku poduzetničku ideju, pronalazi zemljište, građevinski objekt, poslovni prostor, opremu ili dio

¹⁷ (Vukičević 2006:219)

¹⁸ Vukičević, Milan *Financije poduzeća* / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006: str: 220

¹⁹ Vukičević, Milan *Financije poduzeća* / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006: str: 220 :221

²⁰ (Vukičević 2006:226)

²¹ Silvije Orsag, Lidija Dedi. *Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impressum Zagreb : Masmedia, 2011:471)*

opreme, transportno sredstvo, komunikacijsko sredstvo i sl., koje mu treba za realizaciju te ideje u smislu obavljanja neke djelatnosti i stvaranja dobiti, te umjesto da kupi tu trajnu materijalnu imovinu, unajmljuje ju od vlasnika ili proizvođača, odnosno financijske institucije na određeno vrijeme. Moguće su, dakle, tri strane u poslovima leasinga: (1) vlasnik (proizvođač), (2) financijer (davatelj leasinga) i (3) uzimatelj leasinga.²² Prednost leasinga je u tome što uzimatelj leasinga može koristiti određenu imovinu bez da ju kupuje, no to dolazi s nekoliko obveza. Prva i najvažnija je plaćanje periodične rate zakupa, obično mjesečno ili tromjesečno.²³

3. TEORIJSKI ASPEKT STRUKTURE KAPITALA I PROFITABILNOSTI

3.1. Teorijski aspekt strukture kapitala

Za analizu utjecaja strukture kapitala na profitabilnost prvo treba definirati pojam strukture kapitala i njezin utjecaj na odluke financijskih menadžera i vrijednost poduzeća. U osnovi je struktura kapitala odnos između vlastitih izvora financiranja (vlastiti kapital, emisija dionica) i dugovnih izvora (emisija obveznica, kredit). Prvenstveno se misli na dugoročne izvore financiranja kojima se financiraju dugoročne investicije kojima poduzeće ne samo u financijskom smislu, već i u fizičkom smislu raste pri čemu onda i vrijednost poduzeća na tržištu raste.²⁴

S vremenom je pitanje načina financiranja poduzeća dobilo na sve većem značaju. Sve veći broj različitih rizika koji utječu na poduzeće su stvorila i sve veći pritisak na njihove gotovinske tokove i rezerviranja. Velika neizvjesnost i česte promjene u okolini poduzećima ostavljaju malen prostor za odluke o investiranju. Istovremeno se na financijskim tržištima pojavljuju različiti načini financiranja poduzeća koji postaju sve dostupniji. U takvim okolnostima je bitno razmatrati utjecaj odluka financijskih menadžera ne samo na strukturu

²² Vukičević, Milan *Financije poduzeća* / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006: str: 249

²³ Van Horne, J. C., i Wachowicz J. M. Jr., *Osnove financijskog menadžmenta*, trinaesto izd., Mate d.o.o., Zagreb, 2014. str: :559

²⁴ Vidučić, L. (2001): *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, *Ekonomski pregled*, Vol.52 No.7-8, 784-800, str. 793. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> [20.06.2020]

kapitala, već cjelokupnu vrijednost poduzeća. Kako bi se taj utjecaj objasnio, teoretičari su postavili različite teorije.²⁵

Prema Millerovoj i Modiglianiovom teoriji kapitala, odluke o strukturi kapitala su bile irelevantne za vrijednost poduzeća. Oni su smatrali da će se pozitivan utjecaj korištenja duga, zbog niže cijene zaduživanja, poništiti s većom traženom stopom povrata od dioničara zbog povećanog rizika uzrokovanog korištenjem financijske poluge. S uvođenjem poreznih zaklona zbog korištenja zaduživanja su naknadno priznali pozitivan utjecaj zaduživanja na vrijednost poduzeća.²⁶

Nakon što je priznat pozitivan utjecaj zaduživanja na trošak financiranja investicija, prosječan ponderiran trošak kapitala je stavljen u središte pozornosti u tradicionalnom gledištu na strukturu kapitala. Pridodan je trošak koji nastaje zbog rizika stečaja pri nemogućnosti plaćanja dospjelih obveza. Prema tome se pretpostavlja da financijski menadžeri pri određivanju strukture kapitala traže optimalnu razinu duga koja će izjednačiti uštede od duga s troškovima zaduživanja zbog povećane tražene stope na vlastiti kapital. Najnoviji modeli su temeljeni na asimetričnim informacijama, tj. na utjecaju koje same radnje financijskih menadžera imaju na mišljenje dioničara ili drugih osoba van poduzeća na vrijednost i budućnost poduzeća. Prema tome će odluka o načinu financiranja imati utjecaj na vrijednost poduzeća zbog utjecaja na očekivanja dioničara.²⁷

Druga teorija temeljena na asimetričnim informacijama, teorija redoslijeda pakiranja odnosno teorija postupka slaganja, ima slično polazište. U ovom radu ona će biti posebno razjašnjena u sljedećem poglavlju rada. Uz to će posebno biti objašnjena trade-off teorija koja je postavljena prije teorije redoslijeda pakiranja. Veliki broj radova je posvećen razlučivanju tih dvaju teorija jer su neke njihove postavke veoma slične. Temeljna razlika između tih dvaju teorija je u očekivanom odnosu između zaduživanja i profitabilnosti.²⁸

3.1.1. Teorija redoslijeda pakiranja

Teorija redoslijeda pakiranja utemeljena je na postojanju asimetričnih informacija koje nastaju između različitih dionika poduzeća. U ovom se kontekstu radi o odnosima između menadžera i ostalih zaposlenika poduzeća te dioničara. Prema teoriji redoslijeda pakiranja,

²⁵ Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, *Ekonomski pregled*, Vol.52 No.7-8, 784-800, str. 793. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> [20.06.2020]

²⁶ Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, *Ekonomski pregled*, Vol.52 No.7-8, 784-800, str. 793. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> [20.06.2020]

²⁷ Ibid.

²⁸ Ibid.

financijski menadžeri imaju preferirani redoslijed financiranja, počevši od internih izvora, pa dug i tek onda emisija novih dionica.²⁹

U počecima razvoja teorija strukture kapitala mnogi utjecaji nisu uzeti u obzir pri istraživanjima. Koristila se pretpostavka o savršenom tržištu bez transakcijskih troškova, troškova financijskih neprilika i bez utjecaja asimetričnih informacija. Pri savršenim uvjetima poduzeće može slobodno birati način financiranja koji mu je najisplativiji. Međutim, na pravom tržištu različiti načini financiranja nisu svim poduzećima podjednako dostupni. Prema teorijama asimetričnih informacija dioničari prate svaki potez financijskog menadžera kako bi indirektno iščitali stvarno stanje poduzeća. Menadžeru će uvijek biti u interesu prikupiti što više kapitala po što manjoj cijeni kako bi bila što veća neto sadašnja vrijednost investicije. S druge strane, dioničar će uvijek pokušati iz informacija koje su mu dostupne odrediti rizičnost poduzeća, a i rizičnost investicija koje poduzeće planira. Prema tome, dioničar će prilagoditi svoju traženu stopu povrata koja direktno utječe na cijenu financiranja poduzeća. Uz to, financijski menadžer uvijek mora biti svjestan posljedica svojih radnji na cijenu dionica. Menadžeru će uvijek biti u interesu izdati nove emisije dionica kada očekuje da su precijenjene, a (budući) dioničari će uvijek pokušati kupiti dionice koje su trenutno podcijenjene, a za koje se očekuje rast cijene u budućnosti.³⁰

Dakle, odluka o načinu financiranja koju će financijski menadžer koristiti kao prvo ovisi o tome koji su mu načini financiranja dostupni. Postoje različiti načini, od financijskih institucija (banke, leasing društva), fizičkih osoba (zajam, poslovni anđeli) ili povezanih društva (zajam). Važno je razlučiti porijeklo sredstava koje može biti unutarnji ili interni izvori i vanjski ili eksterni izvori. Uz privatne ugovore poduzeće također može prikupiti kapital putem javnih tržišta; tržišta kapitala (emisija dionica, emisija obveznica) ili tržišta novca. Uz to se financijski menadžer mora odlučiti hoće li investicije financirati kratkoročnim ili dugoročnim izvorima. S obzirom da se radi o financiranju investicija koje su uobičajeno dugoročne naravi, pretpostavlja se da će se koristiti dugoročno financiranje. Međutim, često zbog nedostatka ili nemogućnosti pribavljanja dugoročnih izvora po adekvatnim uvjetima, poduzeća kratkoročno financiranje koriste za dugoročne investicije. Prema teoriji redoslijeda interno generirana sredstva pakiranja („postupka slaganja“) preferencije financijskog menadžera za izvor financiranja investicija su sljedeće:

²⁹ Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, *Ekonomski pregled*, Vol.52 No.7-8, 784-800, str. 793. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> [20.06.2020]

³⁰ Vidučić, L. (2012): *Financijski menadžment*, str. 225,226, 8. nepromijenjeno izdanje, RRIF – plus, d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb

1. Nisko rizični dugovni instrumenti (obveznice)
2. Hibridne vrijednosnice (konvertibilne obveznice)
3. Obične dionice

Ove su preferencije utemeljene na tome da menadžeri biraju liniju manjeg otpora pri financiranju koja će istovremeno imati i najmanji utjecaj na publicitet poduzeća. Naime, emisija dionica ima snažan efekt signalizacije na dioničare. Stoga, financijski menadžer mora biti oprezan u svojim odlukama kako ne bi nepovoljno utjecao na cijenu dionica pa tako i na cjelokupnu tržišnu vrijednost poduzeća. Prema izvornim postavkama S. C. Myersa i N. S. Majlufa poduzeće bi u svakom slučaju trebalo preferirati dugovno prema vlastitom financiranju, jer se time bitno umanjuje rizik investiranja. Prema njima bi poduzeća, nakon što iskoriste cjelokupna interno generirana sredstva i više nemaju mogućnost financirati se putem nisko rizičnog zaduživanja, trebala odbiti nove prilike investiranja što nije u skladu s ciljem maksimiziranja bogatstva dioničara. Menadžeri bi, dakle, trebali staviti postojeće dioničare na prvo mjesto. Također, u svome istraživanju daju sugestije kako menadžeri mogu pomoću dividendnih politika otkriti tržištu informacije o poduzeću. Problem menadžera je što pri emisiji novih dionica, za financiranje novih investicija, cijene dionice padaju. Ukoliko se poduzeće financira putem ne rizičnog zaduživanja, ne dolazi do problema takve vrste.³¹

Kada poduzeće investicije financira interno generiranim sredstvima, izostaju troškovi kamata, a poduzeće nije dužno isplaćivati dividende. Uz to nema brige o promjeni cijene dionica, jer pri korištenju vlastitih rezervi ima skoro potpunu diskreciju u svome djelovanju. Jedini trošak koji se javlja jest oportunitetni trošak koji nastaje jer poduzeće čuva visoko likvidna novčana sredstva za potencijalne investicije koje se ne moraju nužno dogoditi. Ona poduzeća koja su najsposobnija će uvijek imati dovoljno vlastitih sredstava kojima će moći financirati investicije. Takva sredstva se najlakše generiraju iz zadržane dobiti. Ona poduzeća koja nemaju takve rezerve okreću se zaduživanju. Pokušat će se koristiti oblik zaduživanja s najmanjom razinom rizika. Međutim, svako zaduživanje ima svoju cijenu koja direktno smanjuje dobit, pa i profit poduzeća. Uz to, svako zaduživanje povećava fiksne troškove poduzeća, što otežava opstanak u vremenima krize i povećava trošak financijskih neprilika. Naposljetku će se poduzeće okrenuti emisiji dionica, koji je najrizičniji način financiranja i najmanje diskretan. Ta vrsta financiranja zahtjeva dug proces, visoke troškove i ima dugoročne i snažne učinke na tržišnu kapitalizaciju poduzeća. Zbog toga se pretpostavlja da

³¹ Myers, C., S., Majluf, S., N., (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial economics* 13. Dostupno na: <https://pdfs.semanticscholar.org/77de/0d5a47ff0ccbff22255155f1009265af270c.pdf> (20.06.2020.)

će poduzeća emisije dionica koristiti veoma rijetko. U bankocentričnom financijskom sustavu, kao što ga ima Hrvatska, su poduzećima banke kao način financiranja mnogo bliže nego tržišta vrijednosnih papira. Dodatnu prednost imaju poduzeća koja imaju vrijednu dugotrajnu, materijalnu imovinu, koju mogu koristiti kao kolateral i s time sniziti trošak financiranja, te iskustvo koje će pomoć pri zaduživanjem putem kredita. S obzirom na izneseno, u ovome radu polazi se od pretpostavke negativne veze između profitabilnosti i zaduženosti.³²

Očekuje se manja razina zaduženosti kod visoko profitabilnih poduzeća jer će takva poduzeća biti u mogućnosti investicije s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću financirati iz interno generiranih sredstava koja imaju najmanji trošak financiranja.

3.1.2. Trade - off teorija

Trade-off teorija odnosno teorija izbora (agencijski model) je proširena verzija tradicionalnog gledišta te u razmatranje uzima uz troškove financijskih neprilika i agencijske troškove. Prema toj teoriji financijski menadžeri razinu strukture kapitala mijenjaju kako bi postigli optimalnu razinu zaduženosti koja će izjednačiti troškove i koristi duga. Pri ovoj teoriji korist duga proizlazi iz poreznih ušteda i smanjenja agencijskog problema prvenstveno zbog nadzora financijskih institucija koja kreditiraju poduzeće. Troškovi zaduživanja su troškovi financijskih neprilika i agencijski troškovi koji prethodne teorije nisu uzele u obzir.³³

Financijske neprilike (poteškoće) su troškovi koji nastaju jer poduzeće s poteškoćama nije u mogućnosti u potpunosti servisirati dug što može i naposljetku voditi do troškova stečaja. Ti troškovi mogu biti direktni (administrativni i zakonski troškovi vezani uz likvidaciju i reorganizaciju) i indirektni (ugrožavanje odnosa s poslovnim partnerima).³⁴ Kada je razina duga mala ocjenjuje se i vjerojatnost financijskih neprilika malom zbog čega je onda korist od zaduživanja veća od troškova zaduživanja. U tom slučaju će financijski menadžer povećati razinu duga u strukturi kapitala poduzeća. Međutim, što se poduzeće više zadužuje, raste rizik financijskih neprilika koji najviše ugrožava dioničare čije će dionice nakon stečaja poduzeća biti bezvrijedne. Iz tog razloga će dioničari u slučaju povećanja razine duga povećati svoju traženu stopu povrata na kapital što direktno povećava troškove zaduživanja.

³² Myers, C., S., Majluf, S., N., (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of financial economics 13. Dostupno na:

<https://pdfs.semanticscholar.org/77de/0d5a47ff0ccbff22255155f1009265af270c.pdf> (20.06.2020.)

³³ Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, str. 792, Ekonomski pregled, Vol.52 No.7-8, 784-800. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> (20.06.2020)

³⁴ Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, str. 792, Ekonomski pregled, Vol.52 No.7-8, 784-800. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> (20.06.2020)

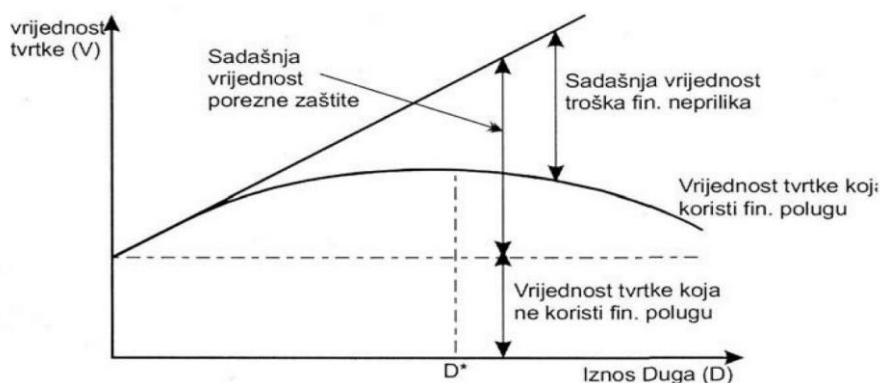
Vrijednost poduzeća prema Trade - off teoriji se može prikazati sljedećim izrazom:

$$\begin{array}{rcl} \text{Vrijednost} & \text{vrijednost tvrtke koja se} & \text{sadašnja vrijednost} & \text{sadašnja vrijednost} \\ = & \text{financira samo vlastitim} & \text{porezne olakšice} & \text{troška financijskih} \\ \text{tvrtke} & \text{kapitalom} & - & \text{neprilika} \end{array}$$

Izvor: Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, Ekonomski pregled, Vol.52 No.7-8, 784-800. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> [20.06.2020.]

Prema toj relaciji svako poduzeće ima svoju početnu vrijednost koja je neovisna o razini zaduživanja, a to je vrijednost poduzeća koje se financira samo vlastitim kapitalom. Nadalje se vrijednost poduzeća povećava za iznos sadašnje vrijednosti porezne zaštite odnosno diskontirane vrijednosti poreznih ušteda zbog zaduživanja, ali ne u njihovom cijelom iznosu. Korist od duga se smanjuje za iznos sadašnje vrijednosti troškova financijskih prilika, kako prikazuje i Slika 1.

Slika 1. Grafički prikaz postavki Trade-off teorije



Izvor: Vidučić, L. (2001): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, Ekonomski pregled, Vol.52 No.7-8, 784-800. Dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/28757> [20.06.2020.]

Temeljna razlika trade-off teorije u odnosu na druge teorije je naglasak na agencijskim troškovima. Oni nastaju zbog konfliktnih interesa principala i agenata koji se javljaju na više razina. Može se razmatrati u kontekstu vlasnika (dioničara koji je principal) i menadžera (koji djeluje kao agent) ili dioničara (kao principala) i kreditora (koji je agent). Kada se radi o zaduživanju poduzeća koje vodi menadžer u ime vlasnika, pretpostavlja se korist zaduživanja u obliku kontrole nad menadžerom. Dakle, jedna korist zaduživanja je smanjenje agencijskih troškova na način da se menadžeru daju određeni uvjeti i fiksne naknade koje mora ispuniti. S druge strane, dioničari su oni koji nose najveći dio rizika od financijskih neprilika. Kreditori

će se osigurati vlastitim mjerama za slučaj stečaja i vlasnici obveznica će unaprijed ugraditi te rizike u svoje kamatne stope jer i dioničari mogu djelovati u vlastitim interesima. Tako će oni pogotovo uoči bankrota tražiti isplate ekstra dividendi ili poduzimanje vrlo rizičnih projekata.³⁵

Prema agencijskoj teoriji financijska poluga pozitivno je povezana s³⁶:

1. Vjerojatnošću financijskih neprilika
2. Vrijednošću tvrtke
3. Stupnjem regulacije
4. Slobodnim gotovinskim tijekovima
5. Likvidacijskom vrijednošću tvrtke
6. Stupnjem u kojem je tvrtka predmet preuzimanja
7. Važnošću reputacije menadžmenta

Istovremeno prema toj teoriji financijska poluga je negativno povezana s³⁷:

1. Stupnjem postojanja razvojnih mogućnosti
2. Pokazateljem pokriva kamata
3. Troškovima analize perspektive tvrtke
4. Vjerojatnosti reorganizacije tvrtke koja nastupa nakon ulaska u financijske neprilike.

Također, agencijska teorija ne propisuje određenu razinu strukture kapitala jer se ta razina razlikuje između industrija te čak između poduzeća unutar iste industrije. Teorija sugerira da bi veću polugu morale imati tvrtke s velikim udjelom materijalne imovine, zrele kompanije s malo razvojnih mogućnosti i profitabilne tvrtke s velikim očekivanim poreznom dobitkom. Nasuprot tome, poduzeća iz područja visoke tehnologije s malim udjelom materijalne imovine, poduzećima s malim oporezivim dobitkom i visokom razinom duga bi trebala smanjiti svoju razinu duga prikupljanjem vanjskog kapitala, ograničenjem dividendi i prodajom imovine.³⁸

³⁵ Ibid, str 792

³⁶ Ibid, str 792

³⁷ Ibid.

³⁸ Ibid.

4. UPRAVLJANJE KRATKOROČNIM FINANCIRANJEM PODUZEĆA

U ovom poglavlju detaljnije se objašnjavaju pokazatelji zaduženosti i profitabilnosti. Najprije je dan kratak osvrt na temeljne financijske izvještaje koji služe kao osnova za izračun pokazatelja. Zatim je dan kratak pregled pokazatelja i tehnika financijske analize, a detaljnije su objašnjeni pokazatelji zaduženosti i likvidnosti.³⁹

Upravljanje kratkoročnim financiranjem poduzeća sastavni je dio menadžmenta radnog kapitala. Menadžment radnog (obrtnog) kapitala predstavlja domenu kratkoročnih financija - odluka koje se odnose na kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze.⁴⁰ Sukladno tome financijski menadžer treba razmotriti upravljanje kratkotrajnom imovinom, upravljanje kratkoročnim obvezama, kao i međusobnu uvjetovanost upravljanja kratkoročnim obvezama i kratkotrajnom imovinom. Nakon što je određena razina kratkotrajne imovine i njena struktura razmatra se njeno financiranje, što predstavlja drugi aspekt upravljanja radnim kapitalom. Kratkotrajna se imovina može financirati iz različitih izvora, a u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja poduzeća mogu koristiti agresivnu, konzervativnu politiku, politiku usklađivanja i balansiranu politiku. Agresivna politika angažira kratkoročne obveze za financiranje ne samo povremene kratkotrajne imovine nego i jednog dijela ili cjelokupne permanentne kratkotrajne imovine. Ovakva strategija povećava rizik nelikvidnosti jer poduzeće mora kontinuirano refinancirati svoje kratkoročne kredite uz nepredvidive kamatne stope. Stoga politika agresivnog upravljanja kratkoročnim obvezama rezultira višom razinom tekućih obveza, kraćim ciklusom gotovine, nižim troškovima kamata, višim rizicima i očekivanim visokim povratima. Agresivno je upravljanje obvezama visokorizična strategija i omogućava visoku profitabilnost, dok konzervativni pristup stvara manji rizik i niže povrate.⁴¹

Konzervativna politika ignorira razliku između povremene i permanentne kratkotrajne imovine angažirajući dugotrajni kapital za financiranje skoro cijele imovine. Konzervativna politika značajno smanjuje rizik nelikvidnosti, eliminira izloženost poduzeća fluktuirajućim kamatnim stopama, ima više troškove financiranja i manje je profitabilna. Politika usklađivanja⁴² slijedi principe usklađivanja dospjeća obveza sa životnim vijekom imovine. Kratkotrajnu imovinu treba financirati iz kratkoročnih izvora, a dugotrajnu imovinu iz dugoročnih izvora financiranja. Većina financijskih menadžera smatra ovu politiku

³⁹ Vidučić, Lj.: Financijski menadžment, IV. izdanje, RRIF, Zagreb, 2004., p. 315.

⁴⁰ Vidučić, Lj.: Financijski menadžment, IV. izdanje, RRIF, Zagreb, 2004., p. 315.

⁴¹ Pinches, G.: Financial Management, Harper Collins College Publishers, New York, 1994., p. 648

⁴² Rao, Ramesh K.S.: Financial Management, 3rd edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1995., p. 658.

nerazboritom jer su velike svote tekuće imovine potrebne kao zaštita od manje predviđenih novčanih primitaka od prodaje. Pored toga, permanentna kratkotrajna i dugotrajna imovina trebaju biti financirane iz dugoročnih izvora financiranja. Zbog nepraktičnosti u implementaciji politike usklađivanja i ekstremne prirode agresivne i konzervativne politike, većina se financijskih menadžera opredjeljuje za balansiranu politiku. Dugoročni se izvori financiranja koriste za financiranje dugotrajne imovine, permanentne kratkotrajne imovine i dijela povremene kratkotrajne imovine, a kratkoročni se krediti upotrebljavaju za pokrivanje preostalog dijela potreba za radnim kapitalom. Primjenjujući balansiranu politiku financijski menadžer ne mora samo angažirati i održavati kratkoročne izvore financiranja, već mora i nadzirati ulaganje viška sredstava.⁴³

Kratkotrajna se imovina može financirati iz različitih izvora financiranja. Menadžer treba donijeti odluku o željenom razmjeru između kratkoročnih i dugoročnih izvora financiranja te veličini i strukturi kratkoročnih izvora financiranja. Pri definiranju odgovarajućeg razmjera kratkoročnog i dugoročnog financiranja za potporu ulaganju u tekuću imovinu menadžer mora uzeti u razmatranje karakteristike kratkoročnih i dugoročnih izvora, odabrati primjerenu strategiju te razmotriti moguće implikacije primjene takve strategije i razmjera dugoročnog i kratkoročnog financiranja na uspješnost poslovanja poduzeća.⁴⁴

Prilikom utvrđivanja strukture kratkoročnih izvora financiranja potrebno je razmotriti sve dostupne kratkoročne izvore financiranja i odrediti kombinaciju kratkoročnih izvora koja je najprimjerenija s aspekta troškova financiranja, solventnosti i profitabilnosti. Kratkoročni izvori financiranja mogu biti spontani te ugovoreni ili vanjski kratkoročni izvori. Obveze prema dobavljačima i akumulirani rashodi predstavljaju spontane izvore financiranja jer nastaju iz svakodnevnih poslovnih transakcija poduzeća, a njihova je veličina ovisna o razini poslovanja poduzeća. Ugovoreni ili vanjski izvori kratkoročnog financiranja koji se sastoje od određenih kredita s tržišta novca, neosiguranih i osiguranih zajmova, nisu automatski, već se moraju planirati. Neosigurani bankarski krediti jedan su od najvažnijih ugovorenih izvora kratkoročnog financiranja. Ovi se krediti dodjeljuju na osnovi dobrog kredibiliteta zajmoprimca bez da zajmoprimac ponudi ikakvo posebno jamstvo zajmodavcu.⁴⁵

Osigurano kratkoročno financiranje moguće je realizirati kratkoročnim kreditima financijskih institucija ili emisijom dugovnih ili vlasničkih vrijednosnica. Osiguranjem zajmodavci imaju dva načina otplate zajma: sposobnost poduzeća da podmiri dug iz svog tijeka gotovine i

⁴³ Ibidem, p. 660.

⁴⁴ Pinches, G.: op. cit., p. 743.

⁴⁵ Pinches, G.: op. cit., p. 743.

založenu vrijednost osiguranja. Velika i najkredibilnija poduzeća mogu koristiti kao izvor kratkoročnog financiranja emisiju komercijalnih zapisa. Prodajom komercijalnih zapisa poduzeća posuđuju kratkoročna sredstva na tržištu novca od velikog broja malih kreditora. Osnovne su prednosti komercijalnog papira kao izvora kratkoročnog financiranja njegova relativna jeftinoća u usporedbi s kratkoročnim bankarskim kreditima i veća fleksibilnost u odnosu na bankarske kredite. Kamatnjak je na komercijalne zapise od 1 do 2% niži od primarne stope na bankarske kredite.⁴⁶

4.1. Temeljni financijski izvještaji kao podloga za provođenje analize

Pet je temeljnih financijskih izvještaja koja su sva poduzeća u Hrvatskoj obvezna predati:⁴⁷

1. Bilanca
2. Račun dobiti i gubitka
3. Izvještaj o novčanom toku
4. Izvještaj o promjenama kapitala
5. Bilješke uz financijske izvještaje

Financijski izvještaji konačan su proizvod računovodstvenog procesiranja podataka i pojavljuju se kao nositelji računovodstvenih informacija.⁴⁸ Prema Zakonu o računovodstvu,⁴⁹ financijski izvještaji moraju pružiti istinit i objektivan prikaz financijskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzetnika. Financijski izvještaji sastavljaju se za poslovnu godinu, koja se u pravilu poklapa s kalendarskom, a obveznici njihova sastavljanja su svi poduzetnici sa sjedištem u Republici Hrvatskoj bez obzira na veličinu. „Cilj financijskog izvještavanja je informiranje zainteresiranih korisnika o financijskom položaju poduzeća i o uspješnosti poslovanja”.⁵⁰

Kao najvažniji korisnik financijskih izvještaja nameće se menadžment poduzeća, no relevantne, pouzdane i razumljive informacije trebaju biti dostupne i čitavom nizu eksternih korisnika, primjerice investitorima, kreditorima, poslovnim partnerima, konkurentima i državnim i financijskim institucijama. Iako se ciljevi navedenih korisnika mogu činiti

⁴⁶ Pinches, G.: op. cit., p. 743.

⁴⁷ Zakon o računovodstvu – "Godišnji financijski izvještaji", članak 19.

⁴⁸ Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever Mališ, S., Ježovita, A., Žager, L. (2017) *Analiza financijskih izvještaja: načela- postupci-slučajevi*. Treće, izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: HZRIF, str. 91.

⁴⁹ Narodne novine (2015) *Zakon o računovodstvu*. Članak 19.(7) Zagreb: Narodne novine d.d. NN 78/2015. Dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html (25.06.2020.)

⁵⁰ Žager, K. et al. (2017): op. cit., str. 92.

suprotstavljenima, posebice s aspekta vremena njihova ostvarenja, oni u konačnici žele da se poduzeće razvija uspješno, ostvaruje dobit i povećava svoju vrijednost. Kako bi se osiguralo načelo usporedivosti, podaci u financijskim izvještajima, osim za tekuće, daju se i za prethodno obračunsko razdoblje.⁵¹

4.1.1. Bilanca

Bilanca je sustavni pregled imovine, kapitala i obveza na određeni datum. Sastoji se od dva dijela, aktive koja sadrži imovinu te pasive u koju spadaju kapital i obveze. Osnovno pravilo bilance je ujednačavanje aktive i pasive na način da aktiva prikazuje imovinu po njenim vrstama i likvidnost, dok pasiva prikazuje izvore imovine. U tom smislu strana pasive nam pokazuje odakle je imovina iz aktive proizašla, iz vlastitih ili tuđih izvora i koliko su trajni ti izvori.⁵²

Službena struktura bilance u RH sastavljena je na sljedeći način:

Tabela 1. Službeni izgled bilance u RH

AKTIVA	Naziv pozicije	PASIVA	Naziv pozicije
A	Potražnja za uplaćeni a neupisani kapital	A	Kapital i rezerve
B	Dugotrajna imovina	I	Temeljni (upisani) kapital
I	Nematerijalna imovina	II	Kapitalne rezerve
II	Materijalna imovina	III	Rezerve iz dobiti
III	Dugotrajna financijska imovina	IV	Revalorizacijske rezerve
IV	Potraživanja	V	Rezerve fer vrijednosti
V	Odgođena porezna imovina	VI	Zadržana dobit ili preneseni gubitak
C	Kratkotrajna imovina	VII	Dobit ili gubitak poslovne godine
I	Zalihe	VIII	Manjinski (nekontrolirajući) interes
II	Potraživanja	B	Rezerviranja
III	Kratkotrajna financijska imovina	C	Dugotrajne obveze

51 Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B., Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Drugo izdanje. Zagreb: HZRIF, str 324.

52 Fridson M., Alvarez F. (2011): *"Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide"*. Treće izdanje.

IV	Novac u banci i blagajni	D	Kratkoročne obveze
D	Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi	E	Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja
E	Ukupno - Aktiva	F	Ukupno - Pasiva
F	Izvanbilančni zapisi	G	Izvanbilančni zapisi

Izvor: Narodne novine: "Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja"⁵³

Aktiva označava ukupnu vrijednost imovine. S gledišta funkcije koju ima u poslovnom procesu, imovina se sastoji od kratkotrajne (tekuće) i dugotrajne (stalne) imovine. Pasiva obuhvaća izvore te imovine kroz obveze i vlasnički kapital, tj. glavnica. Gdje glavnica predstavlja imovinu kao novac samog poduzeća dok obveze predstavljaju imovinu koju je poduzeće steklo zaduživanjem. Kratkotrajna i dugotrajna imovina iz aktive koja je stečena zaduživanjem ima protu vrijednost u pasivi kao kratkoročne i dugoročne obveze, uz ostalo.⁵⁴

4.1.2. Račun dobiti i gubitka

Račun dobiti i gubitka odražava efikasnost korištenja resursa za određeno razdoblje. Točnije, predstavlja prihode i rashode skupa s financijskim rezultatom, dobiti ili gubitkom poduzeća u danom razdoblju.⁵⁵

U računovodstvenom smislu prihod i profit označavaju dvije različite stvari. Prihodi obuhvaća sva potraživanja poduzeća, bila to potraživanja od kupca za prodaju ili duge usluge. Kontra stavka prihoda je stavka rashoda. Oni obuhvaćaju sve troškove poslovanja jednog poduzeća. Kada u konačnici oduzmemo redovne prihode od rashoda i taj broj bude pozitivan, radi se o iznosu dobiti prije oporezivanja. Tada, sukladno zakonima o porezu na dobit, oduzimamo iznos obračunatog poreza na dobit. Ovo se prema Trade-off teoriji i Teoriji agencijskog troška naziva "porezni štiti". Nakon oduzimanja poreza dolazimo do iznosa dobiti nakon oporezivanja (ako je iznos pozitivan), a taj iznos se još naziva i profit. Tablica 2. predstavlja službenu strukturu računa dobiti i gubitka u Republici Hrvatskoj.⁵⁶

⁵³ Narodne novine: "Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja". Raspoloživo na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/73/20/337/Pravilnik_o_strukturi_i_sadrzaju_godisnjih_financijskih_izvjestaja_Narodne_novine_95_16.pdf. (25.06.2020.)

⁵⁴ Fridson M., Alvarez F. (2011): "Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide". Treće izdanje.

⁵⁵ Fridson M., Alvarez F. (2011): "Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide". Treće izdanje.

⁵⁶ Fridson M., Alvarez F. (2011): "Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide". Treće izdanje.

Tabela 2. Službeni izgled Računa dobiti i gubitka u Republici Hrvatskoj

Oznaka	Naziv pozicije
I	Poslovni prihodi
II	Poslovni rashodi
III	Financijski prihodi
IV	Financijski rashodi
V	Udio u dobiti od društva povezanih sudjelujućim interesom
VI	Udio u dobiti od zajedničkih pothvata
VII	Udio u gubitku od društava povezanih sudjelujućim interesom
VIII	Udio u gubitku od zajedničkih pothvata
IX	Ukupni prihodi
X	Ukupni rashodi
XI	Dobit ili gubitak prije oporezivanja
XII	Porez na dobit
XIII	Dobit ili gubitak razdoblja

Izvor: Narodne novine: "Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja"

4.1.3. Ostali financijski izvještaji

Budući da su za izračun pokazatelja koji se koriste u empirijskom dijelu rada najvažniji financijski izvještaji bilanca i račun dobiti i gubitka, ostale spomenute financijske izvještaje će se samo kratko opisati.

Izvještaj o novčanim tokovima govori nam odakle novac proizlazi i kako se koristi. Kako bi se vidjele informacije o efektivnosti poduzeća u kreiranju novca iz njihovih aktivnosti, priljevi i odljevi se dijele na poslovne, financijske i investicijske aktivnosti.⁵⁷

Postoje dvije metode izrade izvještaja o novčanim tokovima a to su:

1. Direktna (izravna)
2. Indirektna (neizravna) metoda.

⁵⁷ Fridson M., Alvarez F. (2011): "Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide". Treće izdanje.

Kada se koristi direktna metoda specificiraju se sve stavke novčanih primitaka, a odbijaju stavke novčanih izdataka. Kod direktne metode novčani tokovi se prikazuju u tri glavne kupine, operativne aktivnosti, investicijske aktivnosti te financijske aktivnosti. Zahvaljujući tome možemo vidjeti iz koje vrste aktivnosti dolazi ili odlazi novac.⁵⁸

Indirektna metoda prikazuje novčani tok od poslovnih aktivnosti kao usklađenje dobitka ili gubitka za nenovčane rashode i nenovčane prihode te promjene u kratkotrajnoj imovini i kratkoročnim obvezama.⁵⁹

Izveštaj o promjenama kapitala je bitan financijski izvještaj koji pokazuje promjene u bilanci, na strani kapitala, između dva datuma.⁶⁰

Bilješke uz financijske izvještaje koriste se za razradu i detaljnije objašnjenje gore navedenih financijskih izvještaja. Oni moraju sadržavati sve informacije koje nisu direktno uključene u ostale financijske izvještaje, ali su bitne za njihovo razumijevanje.⁶¹

Profitabilnost predstavlja cilja svakog poduzeća.⁶² Ona nam pokazuje kako poduzeće posluje, bilo to dobro ili loše. Pokazatelji uspješnosti se koriste svakodnevno od strane menadžera kako bih mogli uvidjeti koji dijelovi posla donose profit a koji zaostaju, pa i na taj način mogu odlučiti o budućnosti tih poslova, uložiti u njih i poboljšati ih ili ih u potpunosti prekinuti. Služese profitabilnošću kako bih točno odredili u kojim fazama proizvodnje nastaje problem, i onda djelovati sukladno s tim informacijama.⁶³

Kada govorimo o profitu, moramo uzeti u obzir da on ima drugačije značenje za poduzeća koja su u privatnom vlasništvu i dionička društva. Prvo, poduzeća u privatnom vlasništvu, na profit gledaju kao krajnji cilj poslovanja, dok ga dionička društva gledaju kao sredstvo za povećanje vrijednosti svog društva s ciljem da privuku nove dioničare koji će pridonijeti kapitalu i pomoći poduzeću da raste. Međutim, profit dioničkog društva nije ujedno i prihod dioničara. Osim ako im menadžeri ne odluče isplatiti profit u obliku dividendi. Generalno, dok poduzeće ima stabilan rast, dioničari će tražiti manju stopu povrata na kapital jer je i

⁵⁸ Jozić I. (2010): "Izveštaj o novčanom toku – što trebate znati?". Raspoloživo na: <https://profitiraj.hr/vaznost-izvjestaja-o-novcanom-toku/>. (24.06.2020.)

⁵⁹ Vrbka T. (2017): "Metode izvještaja o novčanom toku". Raspoloživo na: <https://www.racunovodja.hr/33/metode-izvjestaja-o-novcanom-toku-uniqueidRCViWTptZHJ3hZAWP4cu4gJCHGwZv-Qr/>. (24.06.2020.)

⁶⁰ Fridson M., Alvarez F. (2011): "Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide". Treće izdanje.

⁶¹ Ibid.

⁶² Pervan M., Mikota M. (2013): "What determines the profitability of companies: Case of Croatian food and beverage industry". Economic research - Ekonomska istraživanja, Vol.26 No.1. Raspoloživo na: <https://ibimapublishing.com/articles/JEERBE/2017/618681/618681.pdf>. (24.06.2020.)

⁶³ Vidučić, L. (2001): "Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala", Ekonomski pregled, Vol.52 No.7-8, 792. Raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/28757>. (24.06.2020.)

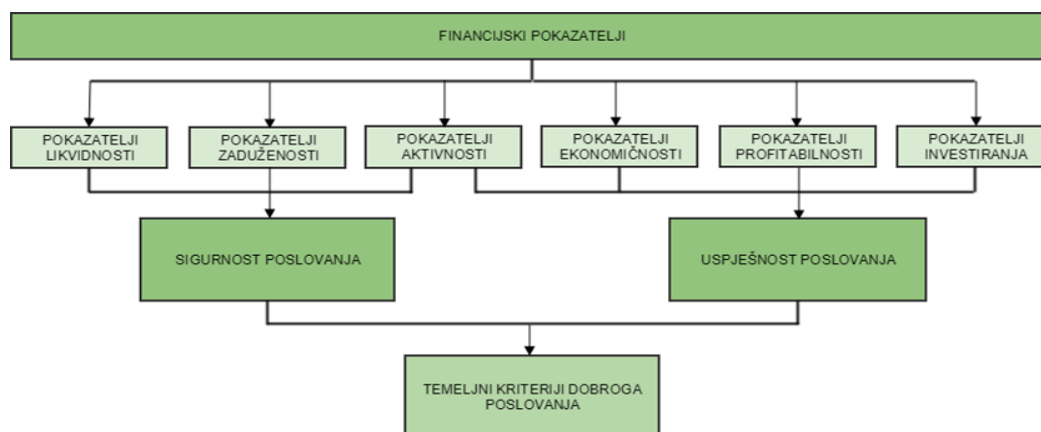
manje rizično. Dok se god profit koristi za povećanje vrijednosti društva, s time i dionica, dioničari će biti zadovoljni. Menadžeri bi trebali težiti tom cilju.⁶⁴

Što profit predstavlja, i kako mu se pristupa može ovisiti iz koje perspektive ga gledamo. Profit se dobije kada prihod nadmaši rashod, prema tome profitabilnost je stanje ostvarivanja dobiti.⁶⁵

4.2. Pokazatelji uspješnosti i zaduženosti poslovanja

Financijski pokazatelji poslovanja se formiraju kako i se poduzeću dala što bolja financijska podloga za donošenje određenih financijskih odluka. Ovisno o tipu odluke koja se želi donijeti, naglašava se važnost pojedinog tipa pokazatelja. Slijedeća slika, slika 2, prikazuje 6 različitih financijskih pokazatelja i njihovu vezu s uspješnosti poslovanja.⁶⁶

Slika 2. Prikaz veze između financijskih pokazatelja i uspješnosti poslovanja



Izvor: Žager, K., Mamić Sačer, S., Sever Mališ, S., & Ježovita, A. (2017): *Analiza financijskih izvještaja, načela–postupci–slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje*

Iz gore navedene slike vidimo da se financijski pokazatelji dijele u slijedeće pokazatelje⁶⁷:

1. Pokazatelji likvidnosti: pokazuju sposobnost poduzeća da iz kratkotrajne imovine podmiri kratkoročne obveze
2. Pokazatelji zaduženosti: pokazuju koliko se poduzeće financira iz tuđih izvora

⁶⁴ Oxford Dictionaries, definicija. Raspoloživo na: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/profit>. (22.06.2020.)

⁶⁵ Oxford Dictionaries, definicija. Raspoloživo na: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/profit>. (22.06.2020.)

⁶⁶ Žager, K., Mamić Sačer, S., Sever Mališ, S., & Ježovita, A. (2017): *"Analiza financijskih izvještaja, načela–postupci–slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje"*. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.

⁶⁷ Žager, K., Mamić Sačer, S., Sever Mališ, S., & Ježovita, A. (2017): *"Analiza financijskih izvještaja, načela–postupci–slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje"*. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.

3. Pokazatelji aktivnosti: pokazuju kako efikasno poduzeće upotrebljava svoje resurse
4. Pokazatelji ekonomičnosti: pokazuju odnos prihoda i rashoda, tj. pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda
5. Pokazatelji profitabilnosti: pokazuju povrat uloženog kapitala, što se ponekad smatra najvišom upravljačkom djelotvornošću
6. Pokazatelji investicija: pokazuje uspješnost ulaganja u obične dionice.

Budući da se ovaj rad bavi analiziranjem odnosa između profitabilnosti i strukture kapitala, potrebno je detaljnije objasniti pokazatelje zaduženosti i profitabilnosti.

4.2.1. Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti nam pokazuju odnos korištenja vlastitog izvora financiranja naspram financiranja iz tuđih izvora. Mjere koliko se poduzeće financira iz vlastitog kapitala a koliko iz tuđeg kapitala. Sva tri pokazatelja formiraju se na temelju podatka iz bilance i spadaju u statičku zaduženost, a to su:⁶⁸

1. Koeficijent zaduženosti
2. Koeficijent vlastitog financiranja
3. Koeficijent financiranja

Koeficijent zaduženosti je jedan od najvažnijih pokazatelja zaduženosti poduzeća. On pokazuje koji postotak imovine poduzeća je nabavljen zaduživanjem. Vrijednost ovog koeficijenta u pravilu bi trebala biti **0.5 ili manja**, što znači da je 50% ili manje ukupne imovine financirano zaduživanjem. Ovaj pokazatelj se dobije stavljajući u odnos ukupne obveze i ukupnu imovinu, tj. kroz jednadžbu na slijedeći način:⁶⁹

$$\text{Koeficijent zaduženosti} = \frac{\text{Ukupne obveze}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Koeficijent vlastitog financiranja predstavlja udio vlastitih sredstava u ukupnoj imovni poduzeća. On se dobije kroz odnos glavnice i ukupne imovine. Što je veća vrijednost ovog koeficijenta to znači da se poduzeće više financira iz vlastitih sredstava. Skupa s time, što je

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Ibid.

veći iznos koeficijenta to je bolje za poduzeće. Jednadžba za izračun koeficijenta vlastitog financiranja izgleda ovako:⁷⁰

$$\text{Koeficijent vlastitog financiranja} = \frac{\text{Glavnica}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Koeficijent financiranja predstavlja odnos ukupnih obveza i glavnice. Ako je iznos ovog koeficijenta visoka to ukazuje da bi poduzeće moglo imati poteškoća s vraćanjem posuđenih sredstava i plaćanja kamata⁷¹. Poželjan omjer je 1:1, premda se u današnje vrijeme tolerira i malo veća zaduženost poduzeća i pomiče se odnos vlastitog i tuđeg kapitala na omjer od 30:70. Koeficijent financiranja računa se na slijedeći način:⁷²

$$\text{Koeficijent financiranja} = \frac{\text{Ukupne obveze}}{\text{Glavnica}}$$

Uz statičke pokazatelje zaduženosti postoje još i dva dinamička pokazatelja zaduženosti, a to su:

1. Pokriće troškova kamata
2. Faktor zaduženosti

Pokriće troškova kamata daje informaciju o tome koliko su troškovi kamata pokriveni s dobiti prije oporezivanja, odnosno prikazuje razmjer u kojem poslovni dobitak može pasti, a da ne dovodi u pitanje plaćanje kamata. Poželjan je što veći iznos ovog pokazatelja jer to znači da je manji rizik podmirenja obveza za kamate. Računa se na slijedeći način:⁷³

$$\text{Pokriće troškova kamata} = \frac{\text{Dobit prije poreza i kamata}}{\text{Kamate}}$$

Faktor zaduženosti predstavlja broj godina koji je potreban da poduzeće podmiri svoje ukupne obveze uz postojeće uvjete poslovanja i ostvarivanja dobiti. Ako je poduzeće sposobno podmiriti svoje obveze unutar 5 godina, znači ako je faktor zaduženosti **5 ili manje**, ono je solventno i nije prezaduženo. Računa se na slijedeći način:

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ Ibid.

⁷² Bahtijarević-Šiber F., Sikavica P. (2001): "Leksikon menadžmenta", Masmedia, Zagreb

⁷³ Žager, K., Mamić Sačar, S., Sever Mališ, S., & Ježovita, A. (2017): "Analiza financijskih izvještaja, načela–postupci–slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje". Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.

$$\text{Faktor zaduženosti} = \frac{\text{Ukupne obveze}}{\text{Zadržana dobit} + \text{amortizacija}}$$

4.2.2. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti su pomagala kojima se koriste analitičari i investitori kako bih izmjerili i procijenili sposobnost poduzeća da generira profit. Pokazuju nam koliko dobro menadžment poduzeća koristi imovinu kako bi ostvarilo profit i vrijednost za dioničare. Većina poduzeća teži ka većim vrijednostima pokazatelja profitabilnosti jer to najčešće govori da poduzeće dobro uspijeva generirati prihod, profit i protok gotovine. Pokazatelji profitabilnosti dijele se na:⁷⁴

1. ROA – Povrat na imovinu
2. ROE – Povrat na glavnici
3. Bruto profitna marža
4. Neto profitna marža

Povrat na imovinu (ROA) je jedan od najznačajnijih pokazatelja profitabilnosti. On pokazuje koliko poduzeće ostvaruje dobiti na jednu uloženu jedinicu imovine i poželjno je da bude što veći. Pokazatelj ROA se najčešće računa kao odnos neto dobiti s ukupnom imovinom. Postoji nekoliko oblika ovog indikatora, ovisno o preferencijama investitora. ROA može uvelike varirati od poduzeća do poduzeća. Formula za ROA je sljedeća:⁷⁵

$$\text{Povrat na imovinu (ROA)} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Povrat na glavnici (ROE) pokazuje koliko novčanih jedinica dobiti poduzeće ostvaruje na jednu jedinicu vlastitog kapitala⁷⁶. Uspoređuje trajni kapital (glavnicu) s neto dobiti. Važno je napomenuti da se zarada predstavlja u knjigovodstvenoj vrijednosti. Na nju se ne bih smjelo uvijek gledati i oslanjati da je u potpunosti istinita, ali, smatra se da bi ROE trebala biti poviše 12% prije ulaganja u određeno poduzeće. Definicija ROE je sljedeća:

⁷⁴ Corporate Finance Institute: "Profitability Ratios". Raspoloživo na:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/profitability-ratios/>. (24.06.2020.)

⁷⁵ Žager, K., Mamić Sačer, S., Sever Mališ, S., & Ježovita, A. (2017): "Analiza financijskih izvještaja, načela–postupci–slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje". Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.

⁷⁶ Ibid.

$$\text{Povrat na glavnici (ROE)} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Glavnica}}$$

Bruto profitna marža se koristi za procjenu financijskog zdravlja poduzeća te kako bih pokazali koliko posto prihoda poduzeća ima na raspolaganju za pokrivanje poslovnih i ostalih troškova. Jednadžba bruto profitne marže glasi:⁷⁷

$$\text{Bruto profitna marža} = \frac{\text{Prihodi} - \text{Troškovi za prodano}}{\text{Prihodi}}$$

Neto profitna marža prikazuje ukupnu profitabilnost poslovanja poduzeća i mjeri iznos ostvarene neto dobiti uvećane za troškove kamata kao postotak ukupnih prihoda⁷⁸, tj. koliko se neto dobiti po jednoj kuni prodaje generira za dioničare⁷⁹. To postiže stavljanjem neto dobiti u omjer s prodajom, ili s jednadžbom:⁸⁰

$$\text{Neto profitna marža} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Prihodi}}$$

⁷⁷ Ježovita A. (2017): "Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća". Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu. Raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/file/300142>. (24.06.2020.)

⁷⁸ Wahlen, M., Baginski P., Bradshaw T.: (2011): "Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective". 7th. Mason: South-Western Cengage Learning. Raspoloživo na: <https://epdf.tips/financial-reporting-financial-statement-analysis-and-valuation-a-strategic-perspd356062c92d94e9b61443ae78ddbc3cf95063.html>. (24.06.2020.)

⁷⁹ Vidučić, L. (2012): "Financijski menadžment". 8. nepromijenjeno izdanje, RRiF – plus, d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb

⁸⁰ Murphy C. B. (2018): "Net Profit Margin". Raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/n/net_margin.asp. (25.06.2020.)

5. MJERE KORIŠTENJA FINANCIJSKE POLUGE

Uspješnost korištenja financijske poluge možemo mjeriti na različite načine. Njen intenzitet može se prikazati korištenjem dva osnovna pokazatelja: *stupnjem zaduženosti poduzeća* i *odnosom duga i glavnice* (D/E) poduzeća. Stupanj zaduženosti predstavlja udjel ukupnih obveza poduzeća u ukupnoj imovini. On nam pokazuje koliki se udio ukupne imovine poduzeća financira dugovima. Što je taj stupanj veći poduzeće je zaduženije, što može značiti da intenzivnije koristi fin. polugu i obrnuto. Stupanj zaduženosti može se mjeriti i samo za kamatonosne obveze, kao i samo za dugoročne dugove. U tom slučaju potrebno je ukupnu imovinu umanjiti za spontano financiranje (koje nastaje spontano uobičajenim načinom poslovanja i plaćanja određenih obveza, to mogu biti trgovački krediti dobavljača, zbog čega je ovaj oblik financiranja, u pravilu, besplatan, odnosno bez kamata), a u drugoj inačici mjerenja za kratkoročno financiranje.⁸¹

$$\frac{D}{E} = \frac{\text{dugovi}}{\text{glavnica}}$$

Odnos obveza i glavnice prikazuje odnos dugoročnih obveza i vlasničke glavnice poduzeća. Taj se odnos može računati i za sve kamatonosne obveze koje se stavljaju u odnos s vlasničkim kapitalom, pa je usporediv sa stupnjem zaduženosti koji iz izračuna izostavlja dio imovine koji se financira spontano. Ako se ovaj odnos računa kao ukupne obveze, bit će komplementaran sa stupnjem zaduženosti kako je prikazano formulom. Rijede se intenzitet korištenja poluge mjeri i odnosom glavnice i dugova kao proporcionalnim pokazateljem odnosa duga i glavnice. Za učinak financijske poluge uzeta je EBIT/EPS analiza (Gitman 2002). Tu se uzima utjecaj zarada prije kamata i poreza (*Earnings Before Interest and Taxes* - EBIT) na zarade po dionici (*Earnings Per Share* - EPS). Zarade po dionici prikazuju odnos zarada za dioničare, dakle zarada nakon kamata i poreza (*Earnings After Interest and Taxes* - EAT), umjesto analize EBIT/EPS moguće je prikazati EBIT/EAT analizu za poduzeća koja nisu organizirana kao dionička društva. Kod zaduženog poduzeća EPS (EAT) se brže mijenjaju od promjene EBIT koje su ih izazvale. To znači da su zarade po dionici (zarade nakon kamata i poreza) osjetljivije na promjene ukupnih zarada što je uporaba poluge odnosno zaduženost veća. Veća osjetljivost zarada po dionici na promjene ukupnih zarada znači da je njihova distribucija vjerojatnosti raspršenija od raspršenosti distribucije

⁸¹ Silville Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impressum Zagreb : Masmedia, 2011: str: 487

vjerojatnosti ukupnih zarada. Kako se distribucijom vjerojatnosti standardno mjeri rizik u financijama, zaduženost proizvodi dodatni financijski rizik za dioničare zadužene od rizika koji imaju dioničari nezaduženog poduzeća⁸².

Osjetljivost, odnosno elastičnost EPS (EAT) na promjene EBIT mjeri se stupnjem financijske poluge (*Degree of Financial Leverage* - DFL) koji predstavlja odnos EBIT prema EBT (*Earnings Before Taxes*):⁸³

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT}$$

Stupanj financijske poluge uvijek je veći od jedan ako je riječ o zaduženom poduzeću koje ostvaruje dobit. To znači da se zarade po dionici mijenjaju brže od promjena zarada. Međutim, stupanj financijske poluge smanjuje se s povećanjem razine zarada na kojima se računa. To znači da su profitabilnija poduzeća manje osjetljiva na zaduživanje od onih manje profitabilnih, čime se potvrđuje kako je visoka i stabilna profitabilnost jedan od ključnih preduvjeta uspješnog korištenja dugova. Analiza učinka financijske poluge može se obaviti i usporedbom profitabilnosti ukupne imovine i kamatne stope na dugove, odnosno ukupne obveze. Prva veličina može se mjeriti odnosom EBIT i ukupne imovine ili odnosom EAT, uvećanih za kamate, i ukupne imovine, iako je prva mjera logičnija i preciznija jer bolje tretira porezni zaklon. Kamatna stopa mjeri se odnosom ukupnih kamata i ukupnih obveza. U tom je smislu uporaba poluge oportuna, ako je ostvarena profitabilnost imovine (R) viša od kamatne stope na dugove poduzeća (k), odnosno ako je:⁸⁴

$$R > k$$

Problem R/k usporedbe je što zaključke može iskriviti utjecaj spontanog financiranja. Naime, spontano financiranje je uglavnom besplatno, pa povećava iskazanu oportunitet uporabe poluge ako se uključi u ukupne obveze poduzeća. Zbog toga je potrebno ukupnu imovinu umanjiti za spontano financiranje kod izračuna profitabilnosti imovine, a ukupne obveze kod izračuna prosječne kamatne stope.⁸⁵

Drugi mogući pristup korekcije pretpostavki usporedbe R/k je da se izračun bazira isključivo na (dugoročnoj) kapitalizaciji poduzeća. To znači da imovinu treba umanjiti za cjelokupno

⁸² Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impresum Zagreb : Masmedia, 2011: str: 487

⁸³ Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impresum Zagreb : Masmedia, 2011: str: 487

⁸⁴ Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impresum Zagreb : Masmedia, 2011: str: 488

⁸⁵ Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impresum Zagreb : Masmedia, 2011: str: 489

kratkoročno financiranje, a za izračun kamatne stope treba koristiti samo kamate na dugoročne dugove u odnosu na dugoročne dugove. Jedna od mogućih mjera oportuniti financijske poluge je efekt financijske poluge (*Effect of Financial Leverage - EFP*).⁸⁶

EFP predstavlja ostvareno povećanje ili smanjenje profitabilnosti vlastitoga kapitala uslijed korištenja dugova za financiranja. *EFP* je umnožak financijske poluge (*FP*) i razlike neto profitabilnosti imovine (*RIN*) i stope troška dugova, odnosno ukupnih obveza (*STTK*). Negativna vrijednost pokazatelja ukazuje na smanjenje profitabilnosti vlastitoga kapitala uslijed korištenja dugova. Pozitivna vrijednost toga pokazatelja znači povećanje profitabilnosti vlastitoga kapitala korištenjem dugova. Što je efekt veći, povećanje profitabilnosti vlastitoga kapitala je značajnije. Kada je koeficijent dobiti financijske poluge veći od nule, odnosno pozitivan, a to je situacija u kojoj je trošak korištenja tuđih izvora financiranja manji od rentabilnosti imovine, tada je uvijek rentabilnost vlastitog kapitala veća od rentabilnosti imovine, te se zaključuje da financijska poluga djeluje pozitivno. Prema tome, u svakoj situaciji gdje je rentabilnost vlastitog kapitala veća od rentabilnosti imovine može se zaključiti kako je struktura izvora financiranja povoljna.⁸⁷

Pri određenoj razini neto dobiti uvećanoj za troškove korištenja tuđih izvora financiranja, rentabilnost vlastitog kapitala, ista je u svim mogućim kombinacijama strukture vlastitih i tuđih izvora financiranja. Na toj razini efikasnosti ostvaruje se točka indiferencije upotrebe financijske poluge. Točka indiferencije predstavlja kritičnu točku odlučivanja o izboru određene financijske strukture. Prije točke indiferencije djelovanje financijske poluge je negativno te se poduzeću ne isplati korištenje tuđih izvora financiranja, a nakon te točke do izražaja dolazi degresivan karakter troškova korištenja tuđih izvora financiranja, te financijska poluga djeluje pozitivno. Djelovanje financijske poluge je izraženije što je rentabilnost vlastitog kapitala pozitivno udaljenija od točke indiferencije, odnosno što je veća razlika između ostvarene neto dobiti i troška korištenja tuđih izvora financiranja. Kvantitativno gledano točka indiferencije upotrebe financijske poluge ostvaruje se kada je rentabilnost ukupne imovine jednaka kamatnoj stopi na dugove poduzeća. U tom slučaju, rentabilnost vlastitog kapitala izjednačena je s rentabilnosti imovine i trošku korištenja tuđih izvora financiranja. Koeficijent dobiti financijske poluge prikazuje promjenu rentabilnosti vlastitog

⁸⁶ Silvije Orsag, Lidija Dedi. Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata – Izdanje 2. prošireno izd. – Impressum Zagreb : Masmedia, 2011: str: 489

⁸⁷ dr.sc. Ana Ježovita; 2015, Mogućnosti ocjene kvalitete zaduženosti poduzeća primjenom financijskih pokazatelja profitabilnosti, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, RH – Pregledni rad

kapitala uslijed korištenja tuđih izvora financiranja. Granična vrijednost koeficijenta je nula i predstavlja točku indiferencije korištenja tuđih izvora financiranja. Odnosno, radi se o situaciji u kojoj su rentabilnost imovine, rentabilnost vlastitog kapitala i stopa troška korištenja tuđih izvora financiranja na približno podjednakoj razini. Veći koeficijent označava značajnije povećanje rentabilnosti vlastitog kapitala uslijed korištenja tuđih izvora financiranja. Upravo koeficijent dobiti financijske poluge može se izravno povezivati s ocjenom kvalitete zaduženosti poduzeća. Ukoliko taj koeficijent pozitivan, može se zaključiti da poduzeće ima adekvatnu strukturu izvora financiranja. U tom slučaju može se zaključiti da je struktura vlastitih i tuđih izvora financiranja adekvatna, čak i u situaciji gdje tuđi izvori financiranja prevladavaju, odnosno gdje poduzeće većinu raspoloživih resursa financira tuđim izvorima financiranja. Nepovoljan odnos vlastitih i tuđih izvora financiranja bit će u situaciji kada ostvarena dobit uvećana za rashode od kamata nije dovoljna za ostvarivanje zahtjevanih povrata na vlastite i tuđe izvore financiranja. U tom slučaju, financijska poluga djeluje negativno. Tuđi izvori financiranja nisu efikasno iskorišteni za ostvarivanje dodatnih zarada za vlasnike vlastitog kapitala, koji bi u toj situaciji ostvarili veći povrat u slučaju korištenja većeg udjela vlastitih izvora financiranja u ukupnoj strukturi izvora financiranja. Takvo poduzeće smatra se zaduženim čak i ukoliko je udio tuđih izvora financiranja relativno nizak u odnosu na ukupnu vrijednost imovine. Pri provedbi konkretne analize taj bi pristup trebao biti kombiniran s drugim mogućim modelima. To je relevantno s aspekta činjenice da se pokazatelji profitabilnosti, kao financijski pokazatelji ocjene sposobnosti poduzeća, ostvaruju povrate za vlasnike tuđih i vlastitih izvora financiranja, temelje na obračunskoj kategoriji ostvarenih zarada, a koja ne mora označavati postojanje konkretnog novčanog toka. S druge strane, pored sposobnosti plaćanja kamata, javlja se pitanje mogućnosti povrata glavnice duga, odnosno obveza poduzeća, za što je također potrebno provesti analizu dostatnosti novčanih tokova. Naime, modelom se ocjenjuje isključivo adekvatnost strukture pasive bilance uslijed ostvarenih rezultata poslovanja kroz jedno obračunsko razdoblje. Time se nameće dodatno ograničenje u kontekstu vremenske dimenzije. Navedenu analizu potrebno je provesti za više uzastopnih obračunskih razdoblja, a dobivene rezultate komparirati s promjenama strukture izvora financiranja, njihova dospijeća, financijskih planova u budućim razdobljima, i drugim relevantnim čimbenicima. Upravo kombinacijom više različitih pristupa unaprjeđuje se dobivena ocjena kvalitete zaduženosti, ali ostaje činjenica da izrazito važnu ulogu u tom kontekstu imaju upravo pokazatelji profitabilnosti.⁸⁸

⁸⁸ dr.sc. Ana Ježovita; 2015, Mogućnosti ocjene kvalitete zaduženosti poduzeća primjenom financijskih pokazatelja profitabilnosti, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, RH – Pregledni rad

6. ISPITIVANJE UTJECAJA FINANCIJSKE POLUGE NA POSLOVANJE PODUZEĆA

Za ispitivanje utjecaja financijske poluge korišteni su pokazatelji profitabilnosti imovine poduzeća (ROA). Profitabilnost vlastitog kapitala (ROE) stavlja u odnos neto dobit (EAT) i vlastiti kapital (glavnicu), a pokazuje koliko je učinkovito korišten vlastiti kapital poduzeća. Profitabilnost imovine (ROA) stavlja u odnos bruto dobit (EBIT) i ukupnu imovinu, a ukazuje koliko profita poduzeće ostvari po jedinici uložene imovine. Alternativno, profitabilnost imovine može se mjeriti kao odnos neto dobiti i kamata prema ukupnoj imovini (RIN). Ova alternativna mjera profitabilnosti imovine korištena je za izračun efekta financijske poluge. Izračuni ova tri pokazatelja profitabilnosti prikazan je u Tablici 3.

Tabela 3. Pokazatelji profitabilnosti

Polazatelj	Brojnik	Nazivnik
ROA	bruto dobit EBIT	ukupna imovina
RIN	neto dobit + kamate EAT + I	ukupna imovina
ROE	neto dobit EAT	vlastiti kapital (glavnica)

Izrada: autor

Profitabilnost glavnice ovisi o profitabilnosti ukupne imovine i o intenzitetu korištenja poluge. Što je profitabilnost imovine viša, viša će biti i profitabilnost glavnice. Ako je uporaba financijske poluge oportuna, profitabilnost glavnice bit će to viša od one koja bi bila bez uporabe poluge, što je intenzivnije korištena poluga i obrnuto. Naravno, ako uporaba poluge nije bila oportuna, profitabilnost glavnice biti će to niža što je intenzitet uporabe poluge bio veći.

Efekt financijske poluge je izračunat korištenjem formule:⁸⁹

$$EFP = (RIN - STTK) * FP$$

Gdje je:

$$RIN = \frac{\text{Neto dobit} + \text{Rashodi od kamata}}{\text{Ukupna imovina}}$$

$$STTK = \frac{\text{Rashodi od kamata}}{\text{Ukupne obveze}}$$

$$FP = \frac{\text{Ukupne obveze}}{\text{Vlasnička glavnica}}$$

Kvaliteta korištenja dugova, odnosno posuđenih financijskih sredstava, mjerena je, osim efektom financijske poluge, ROA i ROE analizom. Standardna analiza ROA i ROE proširena je uključivanjem u analizu spontanog financiranja i obveza koje nose kamate (KO) te redefiniranjem ukupne imovine (UI) i vlasničke glavnice (VG). Spontanim financiranjem u radu su obuhvaćeni dobavljači (D). Obveze koje nose kamate odnose se na:

1. dugoročne obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama
2. dugoročne obveze po osnovi zajmova
3. kratkoročne obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama
4. kratkoročne obveze po osnovi zajmova.

Tim slijedom analiza ROA provedena je stavljajući u odnos bruto dobit - EBIT s ukupnom imovinom u prvom slučaju, odnosno sa sumom VG i KO u drugom slučaju i u trećem slučaju s odnosom sume VG, KO i D . Shodno navedenom, analiza ROE provedena je s polugom i bez poluge, također u tri slučaja. U analizi s polugom neto dobit stavljena je u odnos s VG odnosno u analizi bez poluge bruto dobit umanjena za porez stavljena je u odnos sa redefiniranom VG.

⁸⁹ dr.sc. Ana Ježovita; 2015, Mogućnosti ocjene kvalitete zaduženosti poduzeća primjenom financijskih pokazatelja profitabilnosti, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, RH – Pregledni rad

I. Slučaj (Case):

$$ROA (I) = \frac{EBIT}{UI}$$

$$ROE (s polugom) = \frac{EBIT - I - T (s polugom)}{VG}$$

$$ROE (bez poluge) = \frac{EBIT - T (bez poluge)}{VG = UI}$$

II. Slučaj (Case):

$$ROA (II) = \frac{EBIT}{VG + KO}$$

$$ROE (s polugom) = \frac{EBIT - I - T (s polugom)}{VG}$$

$$ROE (bez poluge) = \frac{EBIT - T (bez poluge)}{VG + KO}$$

III. Slučaj (Case):

$$ROA (III) = \frac{EBIT}{VG + KO + D}$$

$$ROE (s polugom) = \frac{EBIT - I - T (s polugom)}{VG}$$

$$ROE (bez poluge) = \frac{EBIT - T (bez poluge)}{VG + KO + D}$$

Gdje je:

T = porez 20%

T (s polugom) = 20% * EBT

T (bez poluge) = 20% * EBIT

EBT = EBIT - I

EAT (s polugom) = EBIT - I - T(sp)

EAT (bez poluge) = EBIT - T(bp)

U određivanju opravdanosti korištenja FP provedena je EBIT/EPS analiza, gdje je zarada po dionici izračunata prema izrazu:

$$EPS = \frac{Neto\ dobit}{Vlasnička\ glavnica}$$

7. ARENA HOSPITALITY GROUP D.D.

Arena Hospitality Group je jedna od najdinamičnijih hotelskih grupacija u srednjoj i istočnoj Europi. Trenutno nudi portfelj s 26 objekata u svojem vlasništvu, suvlasništvu, najmu i pod svojim upravljanjem, koji obuhvaćaju više od 10.000 soba i smještajnih jedinica u Hrvatskoj, Njemačkoj i Mađarskoj. Mi smo prvo hrvatsko društvo koje posjeduje i upravlja hotelima izvan Hrvatske i koje je dobilo ekskluzivno pravo upravljanja i razvijanja hotela pod međunarodno priznatim brendom, koji je dio jedne od najvećih hotelskih grupacija na svijetu. To ekskluzivno pravo upravljanja i razvijanja hotela pod brendom Park Plaza® obuhvaća 18 zemalja srednje i istočne Europe, što Grupaciji pruža izvrsne mogućnosti za rast diljem regije.⁹⁰

S devetnaest hotela i turističkih naselja te osam kampova u živahnoj Puli i Medulinu u Hrvatskoj te u velikim gradovima koji su glavne točke dolaska u i odlaska iz neke zemlje te regionalni centri, kao što su Berlin, Köln i Nürnberg u Njemačkoj te Budimpešta u Mađarskoj, u Arena Hospitality Group ostvaruju prihode u različitim segmentima tržišta, od pretežito odmorišnog turizma u Hrvatskoj do raznovrsnijeg poslovnog miksa u Njemačkoj i Mađarskoj, gdje u hotelima odsjedaju poslovni putnici i putnici u slobodno vrijeme te sudionici kongresa i sajмова.⁹¹

Priznata je dinamična, međunarodna hotelska grupa, koja razvija i upravlja hotelima, turističkim naseljima te kampovima u Hrvatskoj, Njemačkoj i Mađarskoj u vlasništvu, suvlasništvu, najmu ili pod upravljanjem. Osim upravljanja i razvijanja vlastitog brenda Arena Hotels & Apartments® i Arena Campsites®, kroz PPHE Hotel Group Limited (PPHE Hotel Group ili PPHE) ima ekskluzivno pravo upravljanja i razvoja uglednog međunarodnog brenda Park Plaza® u 18 zemalja Srednje i Istočne Europe (CEE regija) te upravljanje objektima s brendom art'otel® što omogućuje daljnji razvoj portfelja⁹².

Glavni im je cilj postati dinamična hotelska grupacija u *upscale*, *upper upscale* i *lifestyle* segmentu tržišta u srednjoj i istočnoj Europi, pri čemu teže stvoriti i ostvariti vrijednost za dioničare. Imaju ekskluzivno pravo upravljanja i razvoja hotela pod brendom Park Plaza® pokriva 18 zemalja i pruža im izvrsne mogućnosti za rast diljem regije. Portfelj im se sastoji od 26 objekata u vlasništvu, suvlasništvu, najmu ili pod

⁹⁰ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)

⁹¹ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)

⁹² <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)

upravljanjem s više od 10.000 smještajnih jedinica u Istri u Hrvatskoj i velikim gradovima CEE regije poput Berlina, Kolna, Nurnberga i Budimpešte. Ostvaruju prihode kroz razne segmente tržišta, u Hrvatskoj većinom kroz odmorišni turizam, a u Njemačkoj i Mađarskoj kroz raznovrsniji poslovni miks namijenjen gostima na poslovnim putovanjima, posjetiteljima željnim odmora te sudionicima kongresa i sajмова⁹³.

Strategija grupacije Arena Hospitality Group usmjerena je na postajanje vodećim vlasnikom i upraviteljem hotelskih kapaciteta, prvenstveno u Hrvatskoj, Njemačkoj i Mađarskoj. U sljedećih pet godina namjeravaju ulagati u renoviranje i unaprjeđivanje hrvatskih hotela, turističkih naselja i prilično velik portfelj kampova, gdje su prepoznali velik broj mogućnosti za značajno povećanje prihoda i dobiti. Nastavit će se služiti globalnim partnerstvom s tvrtkom Carlson Hotels kroz licencu za korištenje brenda Park Plaza®, uključujući i njegove sustave rezervacija te prodajnu i marketinšku platformu, kao poticajem za plasiranje grupacije Arena Hospitality Group i povećanje prihoda.⁹⁴

Rast će im biti usmjeren i na proširenje portfelja hotela Park Plaza® s četiri i pet zvjezdica u ostalim zemljama srednje i istočne Europe. Vjeruju kako da ta regija ima značajan potencijal. Ovakva strategija im omogućuje da ostvare svoju viziju, stoga će se usredotočiti na sljedeće ključne poslovne prioritete:

1. Poticanje rasta širenjem portfelja hotela s četiri i pet zvjezdica Park Plaza® u regiji srednje i istočne Europe. Širit će se kroz razne poslovne modele, uključujući (su)vlasništvo, poslovne najmove i ugovore o upravljanju.
2. Održavanje operativne učinkovitosti i postizanje visoke EBITDA marže kroz stalna ulaganja u našu imovinu i proaktivno upravljanje troškovima.
3. Unaprjeđenje iskustva gostiju putem dosljednog pružanja usluga i poboljšanja proizvoda.
4. Povećanje angažmana zaposlenika kroz stalno unaprjeđivanje njihovog radnog okruženja i kroz ponudu programa za operativno i menadžersko usavršavanje.
5. Poboljšanje ukupnih rezultata poslovanja kroz inovativno ostvarenje prihoda i marketinške inicijative.
6. Ostvarivanje vrijednosti za dioničare: na glavnoj Skupštini Arena Hospitality Group 2019.g. usvojena je odluka po prvi puta o isplati dividende od pet kuna po dionici iz

⁹³ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)

⁹⁴ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)

dijela zadržane dobiti društva ostvarene u 2017. godini. Dividenda je isplaćena dioničarima koji su na dan 7. svibnja 2019 g. upisani kao vlasnici dionica AHG-a u registru Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.⁹⁵

U konsolidiranom izvještaju o financijskom položaju na dan 31. prosinca 2016. Arenaturist d.d. iskazao je nekretnine u knjigovodstvenoj vrijednosti od 1.204 milijuna kuna. Tijekom 2016. godine tu se imovinu testiralo na umanjenje vrijednosti budući su postojale naznake da bi ona mogla biti umanjena, primjerice promjene u strategiji poslovanja u kombinaciji s promjenama krajnjeg većinskog vlasnika. Uprava je procijenila nadoknadivi iznos nekretnina analizom financijskih rezultata svake poslovne jedinice koja generira novčane priljeve, budućih kretanja u hotelskom sektoru i planova rada društva Arenaturist d.d. Za potrebe testa umanjenja vrijednosti nekretnina Uprava je koristila model diskontiranih novčanih tokova uz primjenu gore navedenih pretpostavki. Ukupni iznos umanjenja operativne imovine u Hrvatskoj čija je fer vrijednost bila niža od knjigovodstvene vrijednosti iznosi HRK 148,6 milijuna, od čega se HRK 98,1 milijuna odnosi na hotelsku imovinu, HRK 45,8 milijuna na turistička naselja, a HRK 4,7 milijuna na ostalu imovinu. **U skladu sa zahtjevima MSFI-a, vrijednosno usklađenje u iznosu od HRK 148,6 milijuna iskazano je u Računu dobiti i gubitka u 2016. poslovnoj godini. Određena su rezerviranja za umanjenje vrijednosti u iznosu od 148,6 milijuna kuna te su smanjene knjigovodstvene vrijednosti određenih hotelskih nekretnina na procijenjene nadoknadive vrijednosti.**⁹⁶

Uprava je zaključila da je nadoknadivi iznos preostalih nekretnina veći od njihove knjigovodstvene vrijednosti tako da nije bilo potrebe za određivanjem rezerviranja za umanjenje vrijednosti. **S obzirom na značajnost nekretnina, priznavanje umanjenja imalo je značajan utjecaj na konsolidirane financijske izvještaje.**⁹⁷

Slika 3. Bilješka iz financijskog izvještaja AHG na 31.12.2016.

Bilješka 4. Nekretnine, postrojenja i oprema (nastavak)	
c. Umanjenje vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme	
Slijedi prikaz neto gubitaka od umanjenja vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme priznati u konsolidiranom računu dobiti i gubitka u okviru troška amortizacije:	
	2016
	HRK'000
Izvještajni segment	
Hoteli	98.048
Apartmani	45.829
Sjedište i ostalo	4.707
	148.584

Nadoknadivi iznos imovine jest njezina vrijednost u uporabi. Izračun se temeljio na jedinicama imovine koje stvaraju novac. Svaki hotel, turističko naselje i kamp predstavlja zasebnu jedinicu koja stvara novac.

Izvor: Financijski izvještaj AHG za 2016.g.

⁹⁵ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)

⁹⁶ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/investitori/izvjestaji> (15.09.2020.)

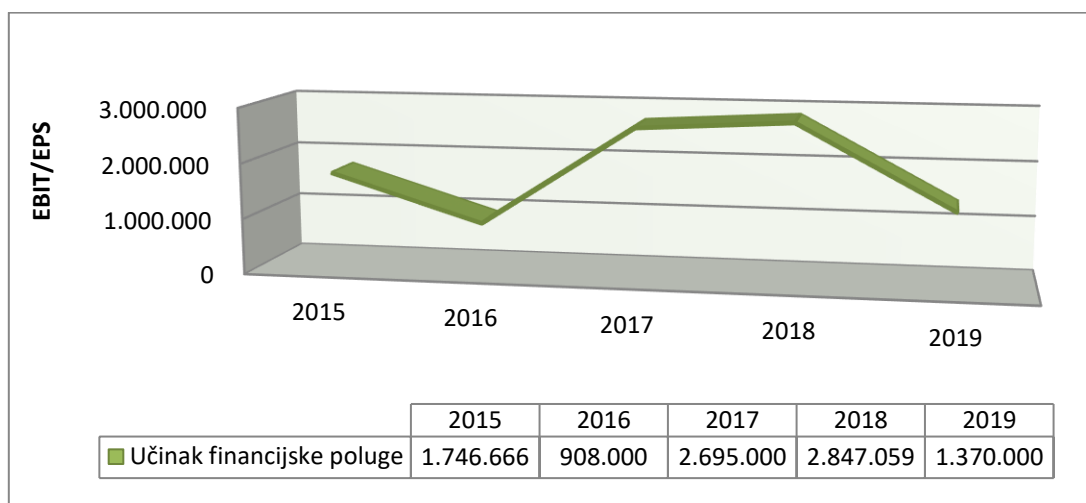
⁹⁷ <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/investitori/izvjestaji> (15.09.2020.)

8. ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

U istraživanju prikazani su i analizirani rezultati kao i temeljne mjere određivanja uspješnosti korištenja financijske poluge: *učinak financijske poluge*, *zarada po glavnici* i *stupanj financijske poluge*. Nakon čega je obrađena opravdanost zaduživanja, efekta financijske poluge te na kraju model oportuniti korištenja financijske poluge kroz tri prikazana slučaja.

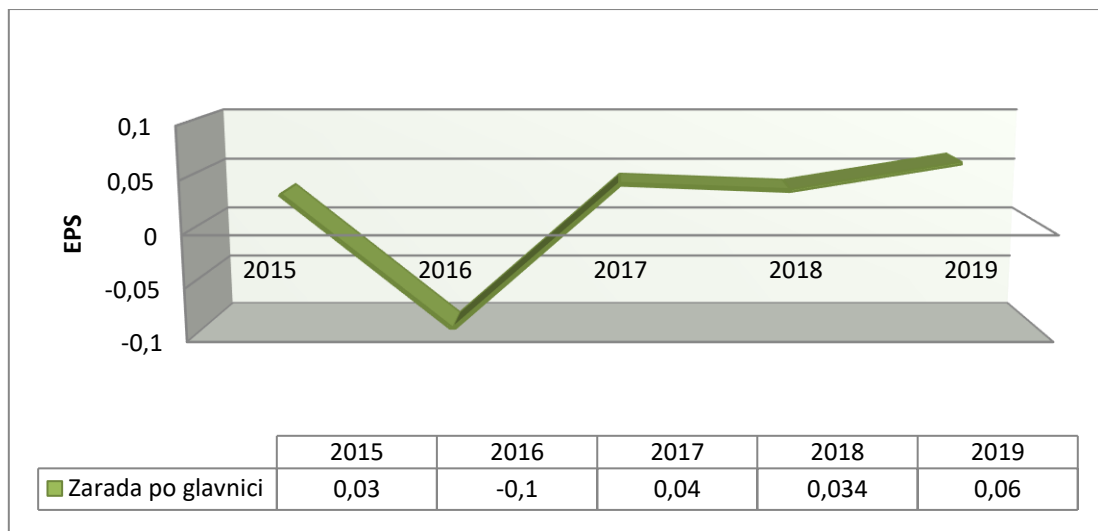
EBIT/EPS analizom ispitan je učinak financijske poluge na ponašanje EPS pri različitim razinama EBIT (*Slika 4, 5*). Kretanje EPS u promatranom razdoblju može se podijeliti u dva perioda, prije i poslije 2016. godine (*Slika 4*). U prvom periodu učinak financijske poluge pada, a i EPS je padajućeg trenda i razmjerno nizak, dok u drugom periodu učinak financijske poluge snažno raste kao i EPS. Učinak financijske poluge bitno je uvjetovan veličinom zaduženosti i visinom kamata kao i vrijednosnog usklađenja imovine od 148,6 milijuna HRK. Konkretno, učinak financijske poluge uvjetovan je visokim udjelom kamata u maloj bruto dobiti (EBIT) u prvom periodu, odnosno značajnim povećanjem bruto i neto dobiti te smanjenjem kamata u drugom periodu. (*Slika 4*). Kako bi se daljnje analizirao utjecaj financijske poluge na poslovni rezultat Arena Hospitality Društva d.d., izračunati su pokazatelji stupnja financijske poluge (DFL). DFL kretanjem (*Slika 7*) u potpunosti odgovara kretanju učinka FP (*Slika 4*).

Slika 4. Učinak financijske poluge



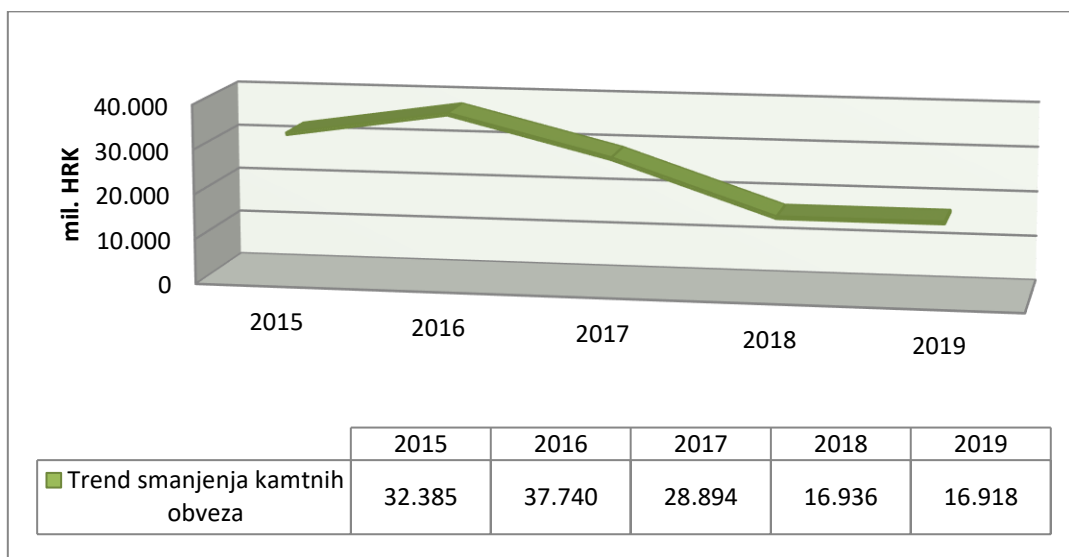
Izrada: autor

Slika 5. Zarada po glavnici



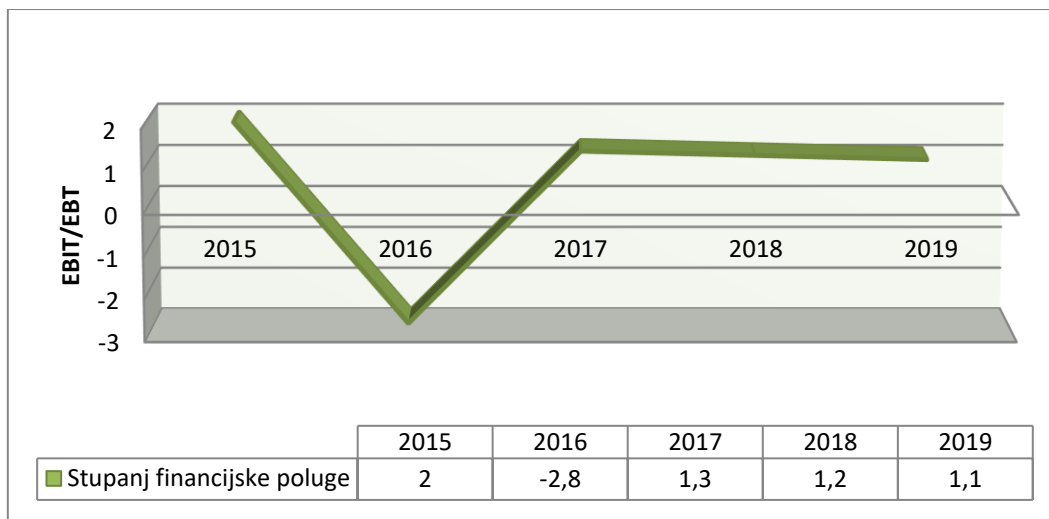
Izrada: autor

Slika 6. Kamate



Izrada: autor

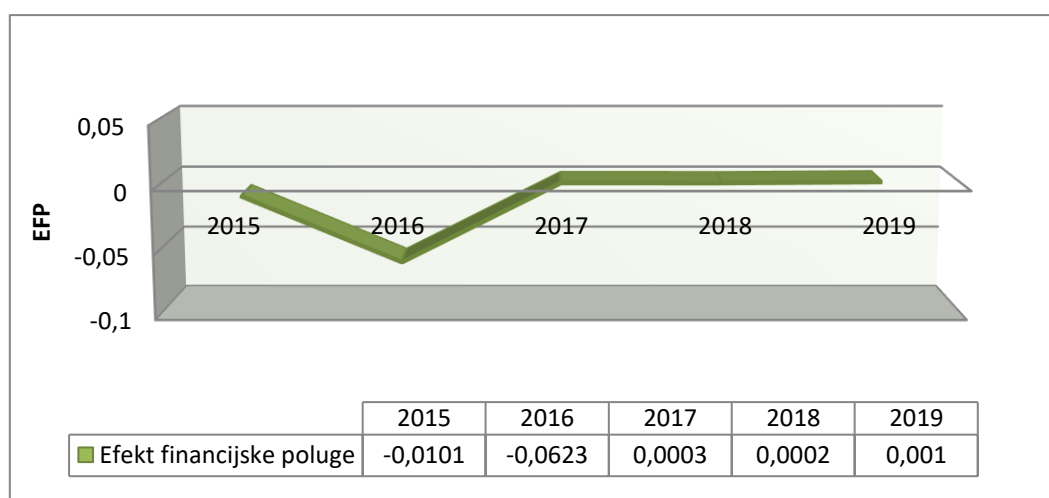
Slika 7. Stupanj financijske poluge



Izrada:autor

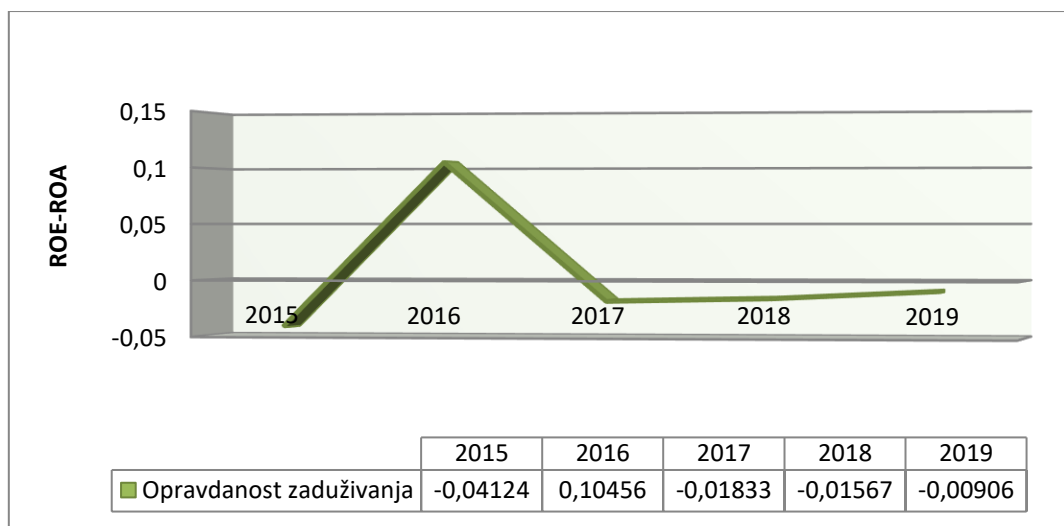
Kretanje DFL je uvjetovano vrijednosnim usklađenjem imovine 2016.g. i visokim udjelom kamata u EBIT (brojnik pokazatelja), a tim slijedom i velikim razlikama EBIT i EBT i relativno niskom razinom EBT (nazivnik) u prvom periodu do početka 2017. godine. Dok se drugom periodu vidi značajno povećanje EBIT, kao i značajno smanjenje kamata, a time i značajno povećanje EBT (Slika 7). Kao posljedica, odnos bruto i neto dobiti približava se broju 1. Isto tako na kretanje DFL utječe i ROA, koja ima porast u drugom periodu (Slika 9,11).

Slika 8. Efekt financijske poluge



Izrada:autor

Slika 9. Opravdanost zaduživanja

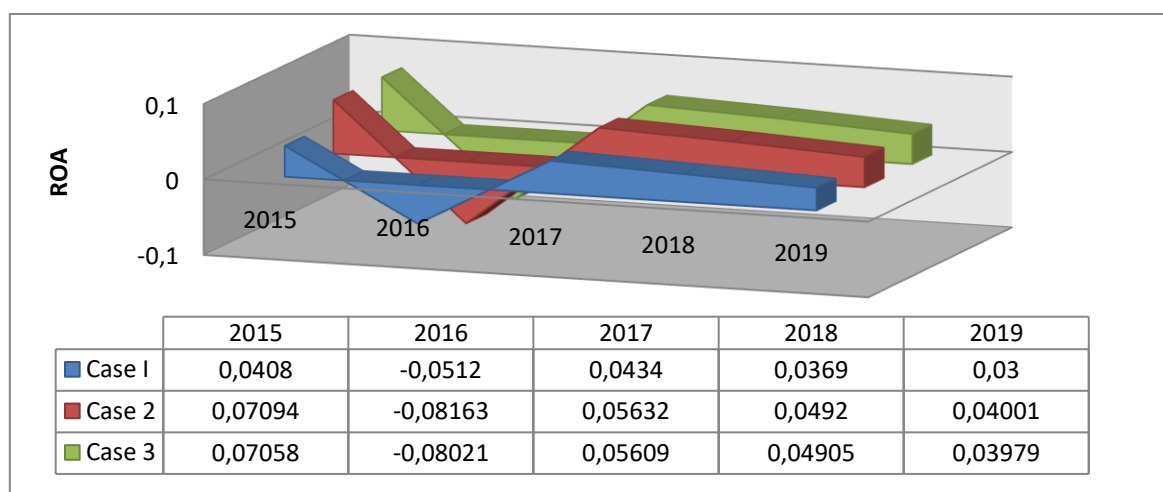


Izrada:autor

U periodu obuhvaćenom analizom ROE je veća od ROA u 2016.g. i većinu 2017. godine gdje se zaključuje da su opravdano korišteni tuđi izvori financiranja. (Slika 9). Na opravdanost zaduživanja isto tako utječe vrijednosno usklađenje imovine koje utječe na izračun pokazatelja rentabilnosti imovine i kapitala.

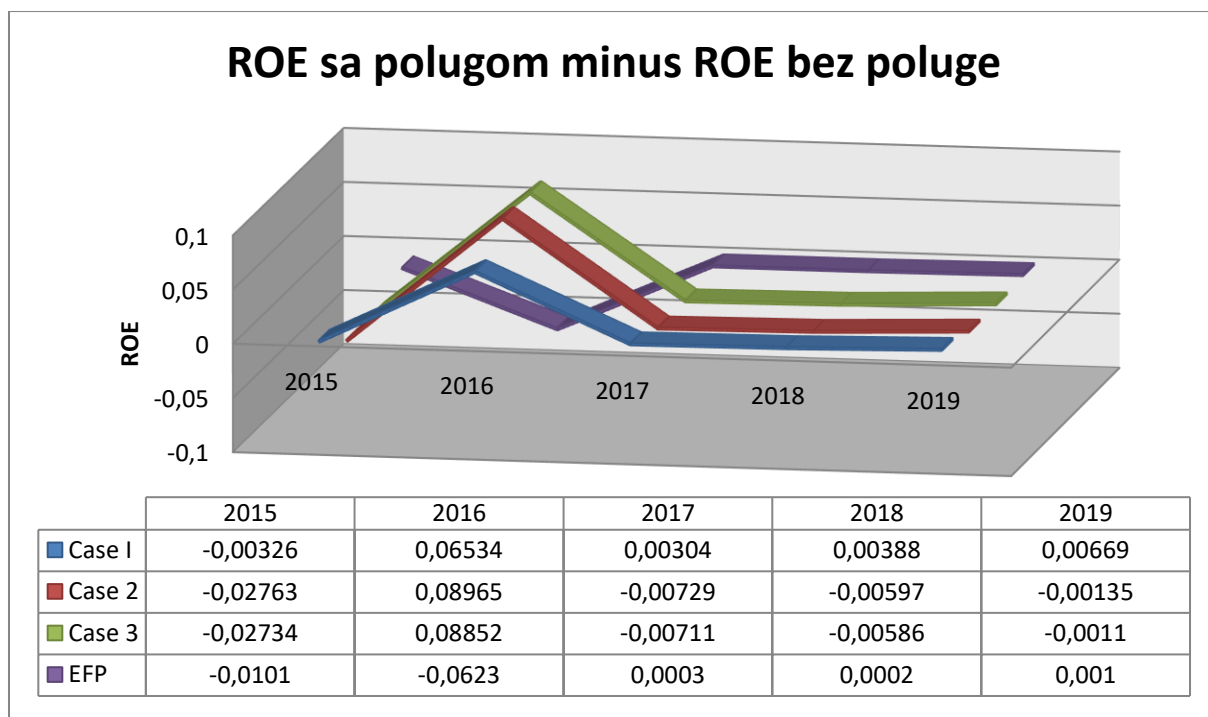
Analiza učinka korištenja financijske poluge i pokazatelja profitabilnosti (rentabilnosti) ukazuje da li se isplati koristiti polugom, tj. da li se zaduživati ili ne. Poduzeću se isplati koristiti tuđe izvore financiranja u poslovanju samo ako je stopa rentabilnost vlastitog kapitala veća od stope rentabilnosti ukupne imovine.

Slika 10. Renatabilnost imovine



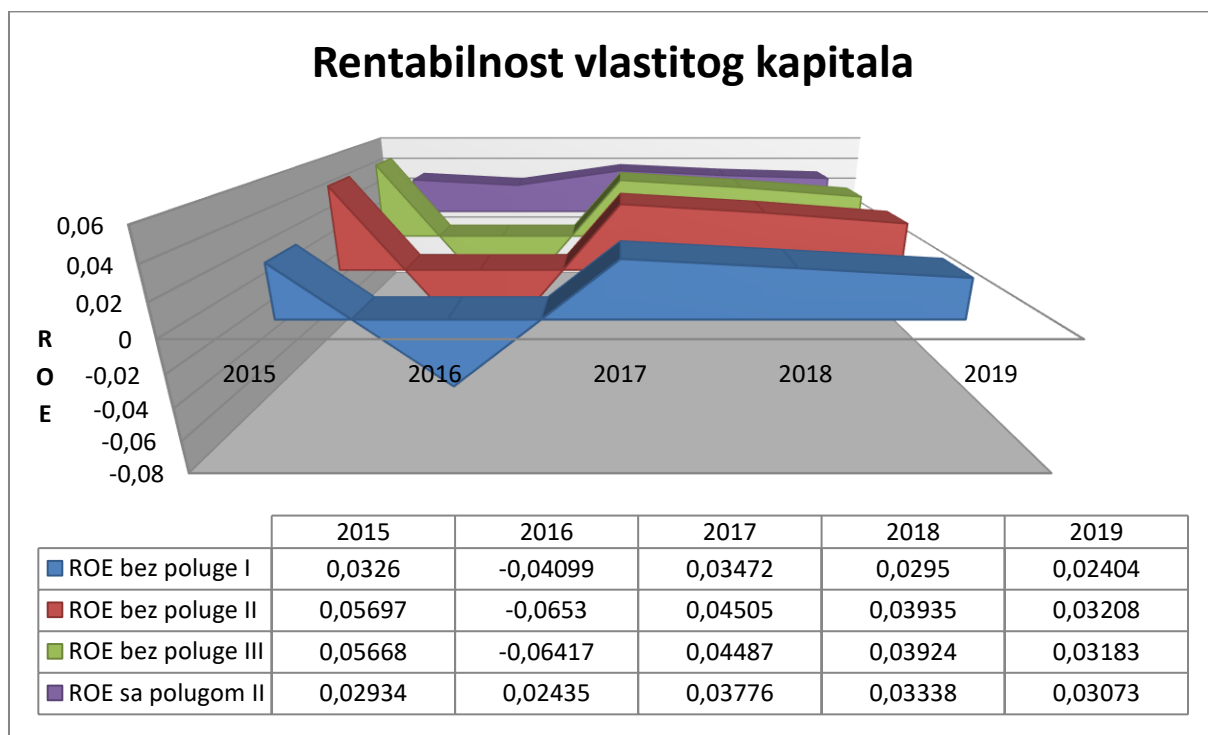
Izrada:autor

Slika 11. ROE sa polugom minus ROE bez poluge



Izrada:autor

Slika 12. Rentabilnost vlastitog kapitala



Izrada:autor

Efekt financijske poluge (EFP), što je prikazano na *Slici 8*. EFP je negativan 2016.g. U tom periodu razlika između ROE i RIN je negativna, znači, RIN je veća od ROE. U tom periodu je zaduživanje neopravdano, što možemo zaključiti i odnosom gdje je STTK veći od RIN-a. U tom razdoblju poduzeće nije oplemenilo tuđi kapital za stvaranje veće zarade u poslovanju. Zbog loše korištene poluge smanjila se i profitabilnost za vlasnike. Efekt poluge je blago pozitivan u 2015; 2017; 2018; i 2019.g. U tim periodima razlika između ROE i RIN je pozitivna, a STTK manja od RIN. Efekt poluge lagano raste u posljednjoj godini prikazanog razdoblja (*Slika 7*.) Za taj period smatamo da je financijska poluga pozitivno korištena.

Kada se cijena kamata promatra na ukupne obveze, rezultate treba uzeti sa dozom rezerve jer spontano financiranje umanjuje utjecaj kamata na dug. Kako bi se dobilo realnije rezultate za ocjenu korištenja poluge provedena je analiza, odnosa ROA i ROE u 3. Slučaja. U prvom slučaju uzeto je u razmatranje ukupna imovina i ukupnih obveza te vlasničkog kapitala. Drugi slučaj uzima isključivo kamatne obveze tako da je ukupna imovina umanjena za iznos nekamatnih obveza, odnosno uzeta je imovina financirana vlasničkim kapitalom i kamatnim obvezama. U trećem slučaju obuhvaćeno je spontano financiranje zbog prikaza utjecaja dobavljača. Rentabilnosti ukupne imovine i razlike ROE s polugom ROE bez poluge prikazano je na *Slici 10 i 11*.

Slika 10. prikazuje rentabilnost ukupne imovine za tri uzeta slučaja. To su rentabilnost ukupne imovine, rentabilnost imovine financirane vlasničkim kapitalom i kamatnim obvezama i rentabilnost ukupne imovine koja je financirana, osim vlasničkim kapitalom i kamatnim obvezama, i dobavljačima. (*trgovački kredit*). U promatranom razdoblju vidimo pozitivne prinose na imovinu sa blagim porastom na kraju analiziranog perioda. Obzirom na različite izračuna ROE imamo i razliku u stopama prinosa na ROA. Profitabilnost ukupne imovine najveća je kada se u izračun uzme širi obuhvat imovine, dok je najmanja u slučaju gdje imamo samo ukupnu imovine (UI). Kroz tri analizirana slučaja u radu zaključak je da se učinkovito koristio tuđi kapital što pokazuje pozitivna razlika ROE s polugom i ROE bez poluge. **Kao što je prethodno naglašeno u izračunu pokazatelja rentabilnosti vlastitog kapitala i ukupne imovine u 2016.g. značajno je utjecalo usklađivanje vrijednosti materijalne imovine.**

9. ZAKLJUČAK

U radu je je korišten odnos prinosa na kapital ROE i prinosa na imovinu ROA kako bi se ispitaio utjecaj financijske poluge i njeno opravdano korištenje u poslovanju poduzeća. Opravdanost korištenja poluge dokazujemo izračunom razlike ROE i ROA, ako je rezultat pozitivan korištenje je opravdano i obrnuto. U radu je to ispitano prvo prikazom efekta financijske poluge kao pokazateljem opravdanosti zaduživanja. Kako je izračun ovog pokazatelj pod utjecajem spontanog financiranja u radu je uzeta ROE / ROA analiza ispitivanja financijske poluge kroz prikazna tri slučaja. Za mjerodavnu odluku o opravdanosti korištenja financijske poluge uzet je drugi slučaj jer se u izračunu rentabilnost vlasničkog kapitala i imovine uzima kao parametar samo vlasnička glavnica i kamatne obveze. U analizom obuhvaćenom razdoblju poduzeće je ostvarilo pozitivnu poslovnu dobit kao i neto dobit što ukazuje na uspješno poslovanje. Kako bi se procijenila opravdanost korištenja financijske poluge moramo sagledati stvari sa stajališta dioničara i ako je za njih stvorena zarada kroz poslovanje. U prikazanim grafovima koji uzimaju za pokazatelje ROE i ROA analizu vidimo kako je poluga bila opravdana u razdoblju 2018. i 2019. godine što nam isto prikazuje i stupanj financijske poluge (DFL), i u manjoj mjeri grafički prikaz efekta financijske poluge (EFP). Ostala dva slučaja uzimamo s rezervom jer besplatne obveze utječu na konačni izračun pokazatelja.

Odabranom analizom opravdanosti korištenja financijske poluge možemo zaključiti da je menadžment poduzeća opravdano koristio tuđa sredstva za financiranje vlastitog poslovanja što možemo vidijeti značajnije za godine poslovanja 2015., 2017., 2018., i 2019. godine.

Dok za 2016. godinu to ne možemo reći po službenim podacima uzetim u izračun ovoga rada, ali uzimajući u obzir vrijednosno usklađivanje materijalne imovine u iznosu od 148,6 milijuna HRK sa sigurnošću možemo reći kako je i u toj godini zaduživanje bilo opravdano što nam pokazuje i grafički prikaz o opravdanosti zaduživanja poduzeća. (*Slika 10.*)

U svibnju 2017. godine Društvo je uspješno završilo proces javne ponude dionica kojim je izdano 1.854.971 nova dionica po cijeni od 425 kuna po dionici čime je Društvo prikupilo 788,4 milijuna kuna (iznos bez transakcijskih troškova). Broj izdanih dionica porastao je za 56,7% na 5.128.721. Sredstva prikupljena javnom ponudom dionica i refinanciranje kreditnih obveza pod povoljnijim uvjetima omogućit će Društvu dodatna sredstva za financiranje budućih ulaganja. Povećanje iskazane dobiti 2017. godine, bila je posljedica značajnih neraspoređenih troškova u 2016. godini, poboljšanja poslovanja u Hrvatskoj, učinka

operativnog restrukturiranja te početka konsolidacije rezultata poslovanja Hrvatske, Njemačke i Mađarske. Točka zaokreta u poslovanju i stvaranje povećane neto dobiti je 2017. godina od koje se bilježi stalni rast neto dobiti. Upravo je rezultat ovog preokreta postizanje profitabilnosti imovine i vlastitog kapitala dovoljan da se uporaba financijske poluge može ocijeniti opravdanom.

Važno je napomenuti da poduzeće treba težiti stvaranju pozitivnog financijskog rezultata koji će osigurati veće zadržavanje dobiti kao najboljeg (najjeftinijeg) izvora financiranja.

10. LITERATURA

1. Bahtijarević-Šiber F., Sikavica P. (2001): "*Leksikon menadžmenta*", Masmedia, Zagreb
2. Fridson M., Alvarez F. (2011): "*Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide*". Treće izdanje.
3. Fridson M., Alvarez F. (2011): "*Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide*". Treće izdanje
4. Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B., Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Drugo izdanje. Zagreb: HZRiF, str 324.
5. Kolb, R. W.: *Financial Management*, Scott, Foresman and Company, London, 1987.
6. Mamut J. (2017): "*Utjecaj strukture kapitala na profitabilnost poduzeća*". Split: Ekonomski fakultet, Sveučilište u Splitu.
7. Orsag, S., *Poslovne financije*. Avantis. HUFA. Zagreb: 2015
8. Pinches, G.: *Financial Management*, Harper Collins College Publishers, New York, 1994.
9. Silvije Orsag, Lidija Dedi. *Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata* – Izdanje 2. prošireno izd. – Impressum Zagreb : Masmedia, 2011
10. Vidučić, L. (2012): "*Financijski menadžment*". 8. nepromijenjeno izdanje, RRiF – plus, d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb
11. Vukičević, Milan *Financije poduzeća* / Ranić, Ilija (ur.). Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, 2006.
12. Žager, K., Mamić Sačer, S., Sever Mališ, S., & Ježovita, A. (2017): "*Analiza financijskih izvještaja, načela–postupci–slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje*". Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.

Internet izvori:

1. Ajanthan A. (2013): "*Determinants of Capital Structure: Evidence from Hotel and Restaurant Companies in Sri Lanka*". International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 3, Issue 6. Dostupno na: <http://www.ijsrp.org/research-paper-0613/ijsrp-p1860.pdf>. (20.06.2020.)
2. Ana Ježovita; *Mogućnosti ocjene kvalitete zaduženosti poduzeća primjenom financijskih pokazatelja profitabilnosti*, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, RH – Pregledni rad.
3. Corporate Finance Institute: "*Profitability Ratios*". Raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/profitability-ratios/>. (24.06.2020.)
4. Fridson M., Alvarez F. (2011): "*Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide*". Treće izdanje.
5. Fridson M., Alvarez F. (2011): "*Financial Statement Analysis, a Practitioner's Guide*". Treće izdanje.
6. <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr/o-nama> (15.09.2020)
7. <https://www.raiffeisen-leasing.hr/> (24.06.2020.)
8. Ichسانی S., Suhardi A. R. (2015): "*The Effect of Return on Equity (ROE) and Return on Investment (ROI) on Trade Volume*". Procedia - Social and Behavioral Sciences 211, 896 – 902. Raspoloživo na: https://www.researchgate.net/publication/286538949_The_Effect_of_Return_on_Equity_ROE_and_Return_on_Investment_ROI_on_Trading_Volume. (24.06.2020.)
9. Ježovita A. (2017): "*Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća*". Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu. Raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/file/300142>. (24.06.2020.)

10. Ježovita, A., Žager, L., 2014. Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti. Zbornik EFZG 12/1. Zagreb. <https://hrcak.srce.hr/124753> (25.06.2020.)
11. Jozić I. (2010): "Izvještaj o novčanom toku – što trebate znati?". Raspoloživo na: <https://profitiraj.hr/vaznost-izvjestaja-o-novcanom-toku/>. (24.06.2020.)
12. Marsh, P., (1982): "*The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*". Journal of Finance, Vol.37, No.1, pp.121–44. Dostupno na: <https://www.jstor.org/stable/2327121?seq=1/subjects>. (21.06.2020.)
13. Matias F., Salsa L., Afonso C. (2018): "*Capital structure of portuguese hotel firms: a structural equation modelling approach*". Tourism & Management Studies, 14(1), 73-82. Dostupno na: <http://tmstudies.net/index.php/ectms/article/view/1050> . (20.06.2020.)
14. Munro, J.W., (1996): "*Convertible Debt Financing: An Empirical Analysis*". Journal of Business Finance and Accounting, Vol.23, No.2, pp.319–34. Dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-5957.1996.tb00916.x> . (21.06.2020.)
15. Murphy C. B. (2018): "*Net Profit Margin*". Raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/n/net_margin.asp. (25.06.2020.)
16. Myers, C., S., Majluf, S., N., (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of financial economics 13. Dostupno na: <https://pdfs.semanticscholar.org/77de/0d5a47ff0ccbff22255155f1009265af270c.pdf> (20.06.2020.)
17. Narodne novine (2015) *Zakon o računovodstvu*. Članak 19.(7) Zagreb: Narodne novine d.d. NN 78/2015. Dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html (25.06.2020.)
18. Narodne novine: "*Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja*". Raspoloživo na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/73/20/337/Pravilnik_o_strukturi_i_sadrzaju_godisnjih_financijskih_izvjestaja_Narodne_novine_95_16.pdf. (25.06.2020.)
19. Narodne novine: "*Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja*". Raspoloživo na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/73/20/337/Pravilnik_o_strukturi_i_sadrzaju_godisnjih_financijskih_izvjestaja_Narodne_novine_95_16.pdf. (25.06.2020.)
20. Oxford Dictionaries, definicija. Raspoloživo na: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/profit>. (22.06.2020.)
21. Paul A. Phillips Professor & Mehmet A. Sipahioglu (2007): "*Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests*". The Service Industries Journal, 24:5, 31-51. Dostupno na: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/0264206042000276829>. (20.06.2020.)
22. Pervan M., Mikota M. (2013): "*What determines the profitability of companies: Case of Croatian food and beverage industry*". Economic research - Ekonomska istraživanja, Vol.26 No.1. Raspoloživo na: <https://ibimapublishing.com/articles/JEERBE/2017/618681/618681.pdf>. (24.06.2020.)
23. Van Horne, J. C., i Wachowicz J. M. Jr., *Osnove financijskog menadžmenta*, trinaesto izd., Mate d.o.o., Zagreb, 2014. str. :559
24. Vidučić, L. (2001): "*Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*", Ekonomski pregled, Vol.52 No.7-8, 792. Raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/28757>. (24.06.2020.)

25. Vrbka T. (2017): "Metode izvještaja o novčanom toku". Raspoloživo na: <https://www.racunovodja.hr/33/metode-izvjestaja-o-novcanom-toku-uniqueidRCViWTptZHJ3hZAWP4cu4gJCHGwZv-Qr/>. (24.06.2020.)
26. Wahlen, M., Baginski P., Bradshaw T.: (2011): "Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective". 7th. Mason: South-Western Cengage Learning. Raspoloživo na: <https://epdf.tips/financial-reporting-financial-statement-analysis-and-valuation-a-strategic-perspd356062c92d94e9b61443ae78ddbc3cf95063.html>. (24.06.2020.)
27. Walsh, E.J. and J. Ryan (1997): "Agency and Tax Explanations of Security Issuance Decisions". Journal of Business Finance and Accounting, Vol.24, No.7, pp.941–59. Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/4762401_Agency_and_Tax_Explanations_of_Security_Issuance_Decisions . (21.06.2020.)
28. Corporate Finance & Accounting <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp> (20.09.2020.)

POPIS SLIKA I TABLICA

Slika 1. Grafički prikaz postavki Trade-off teorije.....	19
Slika 2. Prikaz veze između financijskih pokazatelja i uspješnosti poslovanja	28
Slika 3. Bilješka iz financijskog izvještaja AHG na 31.12.2016.....	42
Slika 4. Učinak financijske poluge.....	43
Slika 5. Zarada po glavnici.....	44
Slika 6. Kamate	44
Slika 7. Stupanj financijske poluge	45
Slika 8. Efekt financijske poluge.....	45
Slika 9. Opravdanost zaduživanja	46
Slika 10. Renatabilnost imovine.....	46
Slika 11. ROE sa polugom minus ROE bez poluge	47
Slika 12. Rentabilnost vlastitog kapitala	47
Tabela 1. Službeni izgled bilance u RH	24
Tabela 2. Službeni izgled Računa dobiti i gubitka u Republici Hrvatskoj	26
Tabela 3. Pokazatelji profitabilnosti.....	37